Wolffheim, Johannes

Der einfluss des zeithandels auf die preis

Der Einfluss des Zeithandels

auf die

Preisgestaltung des Berliner Aktienmarktes.

Inaugural-Dissertation

zur

Erlangung der Doktorwürde

der

hohen philosophischen Fakultät der Georg-August-Universität

zu Göttingen

vorgelegt von

Johannes Wolffheim

aus Berlin.

Göttingen.

Druck der Dieterich'schen Universitäts-Buchdruckerei (W. Fr. Kaestner).

1910.

Tag der mündlichen Prüfung: 29. April 1910.

Referent: Herr Geh. Ober-Reg.-Rat Prof. Dr. phil. et rer. pol. W. Lexis.

1. Abschnitt.

Verschiedenheit der Ansichten über die Börsenspekulation.

Wenige Fragen der Volkswirtschaftslehre sind von so weittragender Bedeutung wie die der Spekulation mit ihrer Einwirkung auf die Börsenpreise. Die an der Börse sich konzentrierende Spekulation kann weite Kreise eines Volkes in Aufregung bringen, zeitweise die Zügel der Herrschaft über die Volkswirtschaft an sich reißen und sogar über das Geschick von Ländern und Völkern entscheiden. In der Geschichte der letzten zwei Jahrzehnte hat der Transvaalkrieg der Welt die Macht einer kühnen, aber verwegenen und waghalsigen Gruppe von Spekulanten gekündet [1]).

Zwei schwere Vorwürfe sind dem Spekulationshandel aufgeladen worden: er befördere nicht die nützliche Güterbewegung, welche den Weltmarkt mit Bedarferzeugnissen versieht, und ziele nur darauf ab, mittels des zu diesem Zwecke geschaffenen Börsenspiels sich auf Kosten der übrigen zu bereichern, indem er diese aussauge.

Der Kampf der Gesetzgeber gegen die Spekulation ist alt, aber er richtete sich in seinen Verboten weniger gegen die Spekulation überhaupt, wie gegen die Baissespekulation [2]). In einem Edikt der Generalstaaten vom 27. Februar 1610 tritt die Anschauung der maßgeblichen Kreise jener Zeiten über diese Frage klar hervor. Es wird dort die Tatsache festgenagelt [3]), „daß Leute, die gar nicht bei der Ostindischen Kompagnie beteiligt sind, trotzdem Aktien auf Zeit verkauft hätten und noch verkaufen in der Absicht, diese bis zum Lieferungstage billiger wiedereinzukaufen, wobei sie Maßnahmen anwendeten, die den Kredit der Kompagnie gröblich schädigten, wie auch Witwen und Waisen, die ihre Aktien gerade zu verkaufen gezwungen seien, in ihrer geringen Habe arg beeinträchtigten". Bereits dieses Gesetz vom Jahre 1610 erklärt die sogenannten Blanko- oder Leerverkäufe für null und nichtig und bedroht Uebertretungen dieses Gesetzes mit schweren Geldstrafen. — Elf Jahre später sieht sich die niederländische Regierung wieder veranlaßt, gegen diejenigen Spekulanten, welche die Anteile der Westindischen Kompagnie in blanko verkauften, Stellung zu nehmen. Sie muß jedoch mit Worten des Bedauerns zugeben, daß die Baissespekulation durch eine Abmachung in ihren Kaufbedingungen, wonach die Beteiligten ausdrücklich im voraus darauf verzichteten, die

---

1) Nach einem Bericht des „Frankfurter Aktionärs" vom 1. X. 1899 besaßen zu jener Zeit neun leitende Minenhäuser englischer Nationalität ein kontrollierendes Interesse an 800 südafrikanischen Goldminen mit einem Nennkapital von Ł 101 102 617, dessen Börsenwert mehrere hundert Millionen Pfund Sterling betrug.

2) Ehrenberg, Fondsspekulation und Gesetzgebung, S. 5.

3) Ehrenberg, a. a. O., S. 5.

ihnen durch die Erlasse etwa erwachsenden Rechte gegen einander geltend zu machen, der Gesctzgebung trotze.

Dic Frage nach dem Nutzen der Börsenspekulation hat die deutsche Wissenschaft hinlänglich beschäftigt. Um eine Autorität aus älterer Zeit anzuführen, so verneint Rau in seinem Lehrbuch der politischen Oekonomie[1]) jeglichen wirtschaftlichen Vorteil der Spekulation. Auch den Wertpapierhandel an sich hält er zum „Ueebersparen" für entbehrlich, weil er der Ansicht ist, daß das Einlegen einer ersparten Geldsumme in eine Bank denselben Vorteil bieten könne und der Anreiz zum Sparen sich auf diesem Wege ebenso erreichen ließe, wie mit Hilfe des Wertpapierhandels. Recht schlecht ist er auf den Zeithandel zu sprechen, dcn er mit Spiel und Wette auf eine Stufe stellt. Nachdem er die Ursachen der Beliebtheit des Zeithandels abgetan, fährt er fort[2]): „Diese Abänderung, (nämlich Geschäfte ohne förmlichen Ankauf zu schließen, zu denen kein Ankaufskapital gehört, die jeder machen kann, der nur bis auf den allenfalls zu erwartenden Verlust Kredit hat), wodurch die Unternehmung das Wesen des Handclsgeschäfts verliert und sich eher mit der Wette auf den Kurs vergleichen läßt, heißt Differcnzgeschäft, Stocksjobberei, jobbery, agiotage, jeu de bourse. Man verabredet, wie bei einem Kaufe, eine gewisse Anzahl von Papieren, einen gewissen Kurs und einen bestimmten Termin zur Beendigung des Geschäfts. Tritt dieser Termin ein, so vergleicht man bloß den verabredeten Preis mit dem Kurse des Tages und mittelt dadurch aus, ob derjenige, der den Käufer vorstellt, oder der scheinbare Verkäufer gewonnen hat, und der Verliercnde zahlt dem Gewinnenden den Unterschied des Kurses heraus." Das Geschäft, welches Rau hier dem Leser vorführt, ist ein solches, welches die Merkmale des sogenannten „reinen Differenzgeschäftes" an sich trägt, d. h. es wird beiderseits im vorhinein ausbedungen, daß eine Erfüllung ausgeschlossen sein solle[3]). Solche Geschäfte werden jedoch an der Börse gar nicht gemacht. Wenn auch vielleicht in Ausnahmefällen einzelne Personen solche Vereinbarungen treffen, ein Zeitgeschäft im Sinne der Börse läßt sich nur durch Kauf und Verkauf, sowie Verkauf und Kauf ausführen und auf diese Weise entstehen die Differenzen zugunsten oder ungunsten der Beteiligten.

Auch scheinen Rau selbst wohl Bedenken aufgestiegen zu sein, ob wohl zahlreiche Zeitgeschäfte reine Differenzgeschäfte sein können und er fügt am Schlusse des Kapitels über die Zeitgeschäfte noch einige Erklärungen bei: „Dicse Ausgleichung liegt entweder gleich anfangs in der Absicht beider Teile, oder sie wird erst später beschlossen, indem man es bequemer findet, einen beabsichtigten Verkauf nicht förmlich zu vollziehen." Vergleicht man aber mit diesen Worten die verschiedenen Geschäftsordnungen der Börsen, so sind auch solche Geschäftsabschlüsse für die Börse von vornherein zu verneinen.

Ueberhaupt hat es Rau auf den Egoismus der Spekulation abgesehen. Soll man aber ohne weiteres der Spekulation, die sich auch auf schwere Verluste gefaßt machen muß, Gewinne absprechen, die dem gesamten anderen Handelsgewerbe mit rechtlichen und sittlichen Gründen nicht abgesprochen werden können? Goldschmidt[4]) meint, die Gewinnabsicht sei dem Handel so sehr Regel, daß „Spekulieren" eigentlich bedeute, hineinziehen in die Handelssphäre und Roscher faßt den Begriff der Spekulation allgemein als Vorausberechnung des wirtschaftlichen Erfolges auf, womit also mehr oder

1) Rau, Grundsätze der Volkswirtschaftslehre, Band I. Leipzig 1855, 6. Aufl.

2) Rau, a. a. O., S. 578.

3) Vergl. H. Kohler, Ueber das Börsenspiel. Wochenschrift für Aktienrecht und Bankwesen, 1894, S. 41 ff.

4) Goldschmidt, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht, Bd. III, S. 75.

minder große geistige Arbeit verknüpft ist, die in einer Gewinnmitnahme den Lohn für ihre Erfolge einheimsen darf. Nach Rau sind die Börsenleute nur dazu da, um ebenso einander, aber mit größerem Wohlbehagen, um unerfahrenen Anlegern (Kapitalisten) das Geld aus der Tasche zu locken und der Börsenterminhandel ist das Mittel, um auf erlaubten Betrug unter den Augen des Gesetzes auszugehen. Die Nachteile in volkswirtschaftlicher Beziehung, die mit der Spekulation verbunden sind, hält Rau für so belangreich, daß die aus ihr entspringenden Vorteile keineswegs aufgewogen werden. Auch die Behauptung, daß die Spekulation nützlich wirken könne, weil sie den Kurs der Staatspapiere erhöhe, indem sie schwimmende Ware aufnehme, erklärt Rau, mit „zureichenden Gründen“ nicht verteidigen zu können. Für ihn ist die Frage eine sozialökonomische, die auf der Ueberlegenheit der erfahrenen und geschäftsgewandten Börsenleute beruht über die kleinen Anleger, die infolge ihrer Unkenntnis und ihres Leichtsinns sich stets die Flügel verbrennen.

Im Gegensatz zur Auffassung Raus und seiner Anhänger steht die Schulmeinung der sechziger Jahre des vorigen Jahrhunderts. Einer der geistreichsten Vertreter dieser Schule, die, auf theoretischen Abstraktionen fußend, sich selbst die Ergebnisse ihrer Detailforschung vorwegnimmt, ist Otto Michaelis[1]). Er hat den Spekulationshandel, indem er sich die wissenschaftliche Auffassung seiner Zeit zu eigen machte, in ein glänzendes Licht gerückt und ihm eine wirtschaftliche Rolle zugeteilt, wie sie wohl als Ideal gedacht werden, aber sich in dieser realen Welt nicht entfalten kann.

Zu fast gleicher Zeit erstand in Garnier der Börse ein kluger und beredter Verteidiger. Er befaßt sich weniger mit den Schäden, die dem Börsenhandel, wie auch jedweder anderen menschlichen Einrichtung, anhaften, er bekämpft vielmehr das gehässige und oberflächliche Urteil der nicht sachkundigen Masse des Publikums. „Le public[2]) confond dans la même réprobation toutes les opérations de bourse, d'agiotage et de jeu de bourse. Il fait plus encore, il confond dans la même réprobation la spéculation: pour lui, spéculateur, agioteur, joueur, boursier sont synonymes. Il y a pourtant des distinctions à faire. D'abord la spéculation est ni plus ni moins que le commerce. De quoi s'agit-il en commerce? D'acheter pour revendre et de gagner une différence; or pours obtenir ce résultat, il faut combiner, calculer les éléments divers, apprécier les chances, c'est à dire *spéculer*, donc la spéculation n'est pas autre chose que le commerce.“ Allerdings, jede wirtschaftliche Tätigkeit wird durch eine mehr oder minder in Erscheinung tretendes spekulatives Moment beeinflußt. Der Kaufmann läßt sich seinen Weg auch bei effektiven Lieferungsgeschäften stets von spekulativen Absichten vorschreiben, denn er kauft nicht Ware um sie aufzuspeichern oder umzuarbeiten, sondern um sie mit Gewinn abzustoßen.

Dem Lieferungsgeschäft haften noch individuelle Merkmale an. Diese von ihm abzustreifen, hat sich der Handel erfolgreich bemüht, indem er auf dem Lieferungsgeschäft das Zeit-(Termin-)Geschäft aufbaute. Erst diese Form des Handels, welche nur noch die Frage des Preises in der Willkür der Beteiligten ließ, war befähigt, die großen neuzeitigen Märkte zu schaffen, auf welchen sich zwischen die tatsächlichen Käufer und

---

1) O. Michaelis, Die wirtschaftliche Rolle des Spekulationshandels. Vierteljahrhefte für Volkswirtschaft und Kulturgeschichte, 1864.

2) J. Garnier, De la Nature des Opérations de Bourse et de l'Agiotage. Journal des Économistes. Tome 42. Paris 1864.

Verkäufer eine Menge von Leuten als Mittelglieder einschieben können, die von einer Preisbewegung bis zum Nahen des Stichtages Nutzen für sich zu ziehen gedenken.

Der Börsenterminhandel ist die technisch höchst entwickelte Form des Handels. überhaupt. Seine wesentlichen Bedingungen, Lieferungsgüte und -Einheit, der sogenannte Börsenschluß, Erfüllungsort, Erfüllungszeit bezw. -Frist und einiges mehr sind von den Bestimmungen des Börsenvorstandes abhängig, also dem Willen der Beteiligten entrückt. Für den Börsenterminhandel können sich nur Waren eignen, die jederzeit in größerer Menge und bestimmter Güte für den Markt verfügbar sind oder werden, d. h. vertretbare Gestalt annehmen. Die Leichtigkeit des Verkehrs und die verfeinerte Art der Geschäftsführung, mit welcher die Zeitgeschäfte und die Geschäfte mit einer fest umgrenzten Verlustgrenze (Prämiengeschäfte) ihre Abwickelung finden, locken — das ist ihr wesentlicher Nachteil — die Menge der Unberufenen und Urteilsunfähigen in ihren Bann. In der Tat ist diese Erscheinung volkswirtschaftlich bedenklich! „Faut-il renoncer aux avantages[1]) pour éviter les inconvénients? D'un autre côté, il y a dans toute opération à terme des raisons diverses de croire à la hausse ou à la baisse, qui pour être appréciées et déduites, nécessitent des efforts d'intelligence et de jugement."

Schärfe des Vorstandes und Reife des Urteils sind in der Tat der großen Menge nicht eigen, die meist mit Käufen vorzugehen pflegt, wenn der Rat erteilende Bankier sie bereits vor solchen warnen sollte. Es ist alte Erfahrungsweisheit, daß eine ausgesprochene Hausseperiode tausende Außenstehender in das Getriebe der Börse lockt und um so heftiger lockt, je höhere Kursgewinne bereits die Mehrzahl der stark gestiegenen Aktien aufweist. Da pflegen sich allerhand recht unliebsame Erscheinungen bemerkbar zu machen. Das Publikum wird durch die anrüchige Geschäftsweise jener „Animierbankiers", für die der englische Sprachgebrauch das Wort „bucket-shop" geprägt hat, gewaltsam bearbeitet. Mit optimistisch gefärbten Börsenberichten, Einzelauskünften, auf dem Wege einer groß angelegten Werbereklame, oft auch mit Drahtungen, die der Kundschaft ins Haus fliegen, wird diese eingefangen. Sie setzt sich obendrein zusammen aus den mittleren Bürgerschichten, oft auch aus kleinen Handwerkern. In neuerer Zeit, die mit Erlaß der Börsennovelle vom Jahre 1908 einen erheblichen Aufschwung des Börsengeschäfts zeitigte, senden die Winkelbankiers wieder ihre Handlungsgehilfen als Reisende in die kleinen und kleinsten Städte und Dörfer. Diese treiben gerade wie Ende der achtziger Jahre einen Hausierhandel mit Aktien und nur allzuleicht gelingt es ihnen, mit der Aussicht auf leichten und unfehlbaren Gewinn neue Gimpel in das Garn zu ziehen.

Nicht zu verwechseln mit dem Börsenspieler ist der Berufsspekulant, der mit großem Kapital, teils eigenem, teils fremdem arbeitend, gestützt auf seine Beziehungen zum Staat, zur Gesellschaft, zur Großindustrie, auf das angelegentlichste sämtliche Phasen der wirtschaftlichen Entwickelung dauernd verfolgt, um die künftige wahrscheinliche Gestaltung, die der Markt durch die ihn beeinflussenden Ereignisse annehmen wird, durch gegenwärtige Käufe bezw. Verkäufe zum Ausdruck zu bringen. Gegen diese Art der Kapitalsverwendung Einspruch zu erheben, wird die Gesetzgebung keinen Anlaß nehmen, solange sich hierdurch Nachteile volkswirtschaftlicher Art nicht bemerkbar machen.

Gegen die mit der Verlockung zum Börsenspiel zusammenhängenden Mißbräuche war die Rechtsprechung bis zum Erlaß des Börsengesetzes vom 22. Juni 1896 ziemlich

1) Garnier a. a. O.

machtlos. Doch hat auch die Einfügung jenes Paragraphen 78, welcher demjenigen, der gewohnheitsmäßig in gewinnsüchtiger Absicht andere unter Ausbeutung ihrer Unerfahrenheit oder ihres Leichtsinnes zu Börsenspekulationsgeschäften verleitet, welche nicht zu deren Gewerbebetriebe gehören, mit Gefängnis und zugleich mit Geldstrafe bis zu fünfzehntausend Mark bedroht, sogar auf Verlust der bürgerlichen Ehrenrechte erkennen kann, die gewünschten Folgen nicht gehabt. Nicht etwa, daß die Abschreckungstheorie hier vollkommen versagt hätte, sondern die Opfer scheuen sich in der überwiegenden Mehrzahl der Fälle, ihre Verluste vor der breiten Oeffentlichkeit einzugestehen und sich obendrein als Spieler brandmarken zu lassen.

Die Börsen-Enquetekommission, die sich 1892 mit den Ausschreitungen des Börsenspiels eingehend zu beschäftigen hatte, hat die Frage der Berechtigung des seit alters von den Gegnern der Börse geltend gemachten Losungswortes, daß der Zeithandel allein die strafwürdigen Auswüchse des Börsenspiels verschulde, nicht genügend geklärt. Es wäre nicht unwichtig gewesen, gerade aus dem Munde der vor das Forum der Börsen-Enquetekommission geladenen Sachverständigen in kontradiktorischer Verhandlung zu erfahren, in welcher Beziehung die Bankwelt zu den spekulativen Bestrebungen steht, wieweit sie diese stützt oder stützen muß, ob der Triebhebel zu den spekulativen Bewegungen von den Banken in erster Reihe oder von den Anlegern ausgeht. Wichtig ist auch die Frage, wieweit eine von der berufsmäßigen Spekulation eingeleitete Hausse- oder Baissebewegung zur Beteiligung weiterer Kreise führt, und wie in Hinblick darauf die Preisgestaltung beeinflußt wird.

Bemerkenswert sind in der deutschen wissenschaftlichen Literatur die Ausführungen von Felix Hecht über das Verhältnis von Bank, Spekulation und Publikum. Banken [1]) können den Herd der Spekulation und Ueberspekulation bilden, wie dies beispielsweise in Frankreich im Jahre 1881 der Fall war. In Belgien, Frankreich, Oesterreich ist es auch zeitweise einzelnen Finanziers gelungen, das Assoziationswesen für ihre Zwecke zu mißbrauchen, in einem Maße, wie dies niemals in Deutschland von einzelnen Persönlichkeiten auch nur versucht worden ist: die Namen Langrand-Dumonceau, Philippart, Soubeyran, Bontoux kennzeichnen Perioden einer spekulationswütigen Börse und eines der finanziellen Ausbeutung zugänglichen Publikums. Das System des französischen Bankwesens kam den Leitern der Spekulationsbanken in Frankreich hierbei zu statten. — — — Bei der heutigen Gestaltung des Bankwesens sind Banken im besonderen Maße geeignet die Richtungen der Kapitalsanlagen zu beeinflussen und sonach in einem gewissen Sinne erzieherisch auf das Publikum einzuwirken. Die Sparkraft des Volkes ist in bestimmte Kanäle zu leiten und der Kapitalmarkt ist in erster Reihe in den Dienst des eigenen Landes zu stellen.

Man darf die Möglichkeit der Einwirkung und die tatsächliche Einwirkung auf das Publikum nicht unterschätzen, aber man darf sie auch nicht überschätzen. Freilich gibt es Zeiten, in denen die Anregung zur Spekulation von der Börse ausgeht, aber es gibt auch solche, in denen die Anregung zur Spekulation von dem Publikum ausgeht, ja in denen die Börse, selbst wenn sie warnt und zurückhaltend ist, in den Strudel der Spekulation durch das Publikum allmählich hineingerissen wird.

Wenn dann der Niedergang erfolgt, künstlich geschaffene Trugbilder verschwinden,

---

1) Felix Hecht, Die Mannheimer Banken von 1870—1900. Schmollers Forschungen, Bd. XX. Leipzig 1082, S. 28 ff.

fieberhafte Kurstreibereien und maßlose Spekulationen zu dem unvermeidlichen Rückschlag führen, dann ist die Börse der Prügelknabe und alle Schuld wird ihr aufgebürdet".

Ueberhaupt wird der Einfluß der berufsmäßigen Spekulation meist überschätzt und es wird versucht, ihr eine Bedeutung zuzuschreiben, die sie selbst, großsprecherisch wie sie nun einmal ist, zwar für sich in Anspruch nimmt, die ihr der unbefangene Beurteiler jedoch nicht zusprechen kann. Die berufsmäßige Spekulation kann aus sich selbst heraus nicht bestehen; sie würde gegenseitig ihre Kraft aufzehren, indem sich schließlich in einem bestimmten Zeitraume Gewinn und Verlust innerhalb desselben Personenkreises aufteilte. Das frische Blut, dessen die Spekulation jederzeit bedarf, ergänzt sie aus den Scharen derjenigen, welche aus anderen Berufen der Börse zustreben und aus dem Kapital der so zahlreichen Anleger, die ihrem spekulativen Eifer in Gestalt des Zeit- oder Kassenhandels fröhnen.

Wenn die Börse in Deutschland trotz des Fehdehandschuhes, den die Gesetzgebung ihr hingeworfen hat, und trotz der vielen Belastungen in steuerlicher Hinsicht sich machtvoll entwickelt hat, so dankt sie diese ihre einflußreiche Stellung dem innigen Handinhandgehen von Banken und Industrie. Unsere großen modernen Bankunternehmen, die meist im Verkehr als Kreditbanken angesprochen werden, richtiger wohl nach Sattler als Effektenbanken zu bezeichnen sind, weil sie auf eigene Rechnung mit Wertpapieren handeln und lebhaft am Gründungsgeschäft teilnehmen, sind von Max Weber geradezu Spekulationsbanken genannt worden. Es gibt indeß keine Bank, die das Gründungsgeschäft ausschließlich betreibt. Einen wichtigen, unentbehrlichen Bestandteil jeder bankmäßigen Tätigkeit muß das laufende Geschäft bilden.

Adolf Wagner bricht in dem Geleitwort, welches er dem Werk von Sattler [1]), „Die Effektenbanken" mit auf den Weg gibt, eine Lanze für eine sozialökonomische Gestaltung des Aktienrechts, von dem Wunsche beseelt, durch eine verwaltungsrechtliche Sondergesetzgebung den Effektenbanken Schranken zu ziehen. „Soziale Gesetzgebung [2]) betrifft eben nicht nur Arbeiterverhältnisse, sondern auch solche wirtschaftliche Verhältnisse, wo 'Ausbeutung' droht und ohne entsprechende 'Arbeit' Erträge, Einkommen, Vermögen in riesigem Umfange gebildet werden auf Kosten der Ausgebeuteten, mögen letztere dabei vielfach selbst mitschuldig sein . . ." Auch von anderer Seite ist diese Frage angeschnitten worden: „Diese Aussöhnung [3]) des aleatorischen Elements mit den Ansprüchen der Gerechtigkeit bleibt zuletzt als das große Fragezeichen übrig, welches am Ende aller Erfolge in dem privatwirtschaftlichen System des Erwerbslebens entsteht und zumal an den Börsengewinnen." Wie die sittliche Wertung der Börse und Spekulation aufzufassen ist, bedeutet sattsam der Ausspruch Max Webers: „Eine starke Börse [3]) ist kein Klub für ethische Kultur und kann es nicht sein, sondern sie ist wie die großen Bankkapitalien eines der modernen Machtmittel, mittels deren die Nationen den unentbehrlichen Kampf um die wirtschaftliche Oberherrschaft führen, auf welcher schließlich auch die politische Größe beruht . . . Es handelt sich bei der Beurteilung von Börsenfragen für eine im wirtschaftlichen Machtkampf begriffene Nation heute nicht um die Fragen der 'Moralität' irgend welcher Spekulationsgeschäfte, sondern ganz allein um die technische Frage der Sicherung einer korrekten Preisbildung und um die politische Frage der Stärkung der deutschen Märkte auf Kosten anderer".

1) J. Sattler, Die Effektenbanken mit einem Vorwort von A. Wagner. Leipzig 1890.
2) J. Sattler, a. a. O., Vorwort.
3) Max Weber, Die technische Funktion des Terminhandels. Deutsche Juristenzeitung 1896.

2. Abschnitt.

Formen der Börsenspekulation.

In den Betrachtungen des ersten Abschnittes haben die Begriffe „Spekulant", „Spekulation", bezw. „Hausse- und Baissespekulation" einen breiten Raum eingenommen. Es ist wiederholt die Rede gewesen von einem „Spekulationshandel". — Der Begriff der Spekulation umfaßt einerseits die Kreise, die sich berufsmäßig mit spekulativen Geschäften befassen, andererseits die Tätigkeit derer, die mit derartigen Geschäften wirtschaftliche Zwecke beabsichtigen. Der Handel, welchem die volkswirtschaftliche Aufgabe zukommt, durch Ueberwindung von Raum und Zeit einem stetigen Bedürfnisse Genüge zu leisten, spekuliert, indem er seinen Berechnungen nicht augenblickliche, sondern künftige Preisgestaltung, wie er sie aus gewissen Schulbeispielen und Wahrscheinlichkeitsschlüssen herleitet, zugrunde legt. „Die Spekulation"[1]), sagt Lexis, „hat die volkswirtschaftliche Aufgabe der Ausgleichung des Bedarfs und der Zufuhr in der Zeit, ihr privatwirtschaftlicher Zweck aber ist, wie der aller Handelsgeschäfte, die Erzielung von Gewinn. Da sie ihre Voraussetzungen nur auf Wahrscheinlichkeiten stützen kann, so muß sie auf Fehlrechnungen gefaßt sein, die statt des Gewinns Verlust bringen; ihre Operationen haben daher mehr oder minder einen aleatorischen Charakter und können sogar zu einem wirklichen Glücksspiel ausarten." Geschichtlich entwickelt sich der Spekulationshandel aus dem Lokohandel früherer Zeiten, der eine Teuerung voraussehend, Ware z. B. Getreide einsperrt, d. h. aufkauft und aufspeichert, um eine Erhöhung der Preise durchzusetzen, um, wenn diese im gewünschten Ausmaß erreicht ist, zum Verkauf zu schreiten. Bei dem mangelhaften Ausbau der Verkehrswege bis hinein in die vierziger Jahre des vorigen Jahrhunderts, zuzeiten, wo selbst von einer planmäßigen Benutzung der natürlichen Wasserstraßen nicht die Rede war, konnte der Handel das erwünschte Ziel, eine beschränkte oder zum mindesten verlangsamte Versorgung des Marktes auf diese Weise leicht erreichen. Eine rasche Zufuhr für die eingesperrte Ware konnte der sich mangelhaft und nur langsam auf schlechten Straßen fortbewegende Verkehr nicht oder nur in geringem Maße zur Stelle bringen. So war der Handel schon zu jenen Zeiten befähigt, seine Spekulationsgelüste auf einem beschränkten Gebietsteile durch eine regelrechte „Schwänze" oder Einsperrung zu erweisen. Diese mehr lokalen Schwänzen, zu deren wirksamen Durchführung sich auch Vereinigungen von gleichgesinnten Geschäftsleuten desselben Geschäftszweiges zusammenfanden, können wohl als Vorläufer der heutigen „Korner" in Waren und Wertpapieren angesprochen werden, jedoch fehlt ihnen ein wichtiges Merkmal derselben, das sich erst auf der derzeitigen technischen Entwickelung des Verkehrs- und Nachrichtenwesens aufbauen konnte, nämlich die Dienstbarmachung eines ausgedehnten Zeithandels.

Am Ausgang der vierziger Jahre des vorigen Jahrhunderts hebt eine glänzende Entwickelung des Verkehrslebens mit dem Bau zahlreicher Eisenbahnen an. Die zu gleicher Zeit erfolgende Entdeckung und technische Nutzanwendung des Telegraphen ist ein überaus kräftiger Ansporn zur Begründung großer Märkte, welche auf regelmäßige Zufuhr rechnen konnten. Der Siegeslauf der Dampfmaschine, ebenso der eifrig betriebene

1) Lexis, Handwörterbuch der Staatswissenschaften, Art. Handel.

Ausbau der Eisenbahnen, begünstigt die Errichtung neuer Werkstätten und die Vergrößerung der alten, die sämtlich auf pünktliche Lieferung der Rohstoffe angewiesen waren.

Als nun die weitere Ausgestaltung und Vervollkommnung des Beförderungswesens pünktliche Zufuhr sicherte, konnte jene ursprüngliche Form der Spekulation, die Waren einsperrte, nicht in Geltung bleiben. An Stelle des Lokogeschäfts trat das tatsächlich bewirkte Lieferungsgeschäft, d. h. ein solches, bei dem die Lieferung der Papiere oder Waren zu einer Zeit oder innerhalb einer Frist ausbedungen wird. In diesem Zusammenhang wird die Entscheidung des preußischen Obertribunals vom 24. Oktober 1842 hochbedeutsam. Diese besagte, daß bei Lieferungsgeschäften [1]) nach Ablauf des Erfüllungstermins die Stellung der Abschließenden zu einander eine veränderte geworden sei. In diesem Urteil bekannte das Obertribunalgericht, daß der benachteiligte Lieferungskäufer ein Wahlrecht haben müsse, entweder die Erfüllung des Vertrages, d. h. die Lieferung zu fordern, oder aber vom Vertrage zurückzutreten und zugleich für nicht geschehene Erfüllung Schadenersatz zu verlangen. — Ein großer Markt mit regem Verkehr, auf dem alltäglich Käufer und Verkäufer einander gegenüberstehen, bringt jederzeit hinreichend Ware heraus, so daß tatsächlich niemand auf Erfüllung des Vertrages klagte. Man trat vielmehr vom Vertrage zurück. Der Käufer konnte seine Ware auf dem Markte aufnehmen, der Verkäufer abgeben. Der Unterschied (Differenz) zwischen dem vereinbarten Preis und dem Marktpreis hielt die Beteiligten schadlos.

Hier erscheint gleichzeitig mit der Bezeichnung Differenz der Begriff des Differenzgeschäftes. Nach Trumpler [2]) ist ein Differenzgeschäft ein auf Lieferung von Wertpapieren oder Waren abzielender Vertrag, der mit der Absicht auf Gewinn eines Preisunterschiedes geschlossen wurde. Hiervon zu unterscheiden sind die sogenannten reinen Differenzgeschäfte [3]) (§ 69 des Börsengesetzes vom 22. Juni 1896). Dies sind Geschäfte, bei denen die Beteiligten vertraglich von der Erfüllung und Lieferung Abstand nehmen. Wie schon ein Blick auf die Börsenordnungen lehrt und bereits betont worden ist, kommen die „reinen Differenzgeschäfte" [4]) an der Börse nicht vor. Auch vor der Börsen-Enquetekommission ist dies bestätigt worden. Im Verkehr der Banken mit ihrer Kundschaft werden Verträge mit der Bestimmung des Ausschlusses der Lieferung nicht vereinbart. Um jeder Mißdeutung aus dem Wege zu gehen, nahmen die Banken in den allgemeinen Bedingungen für den Verkehr der Bank mit ihren Geschäftsfreunden einen Abschnitt auf, der etwa folgendermaßen lautet: Differenzgeschäfte, d. h. Geschäfte, bei denen nicht ein wirklicher Kauf oder Verkauf von Effekten, sondern die Einziehung bezw. Herauszahlung des Unterschiedes zwischen dem vereinbarten Preise und dem Markt- oder Börsenpreis der Lieferungszeit beabsichtigt ist, schließt die Bank nicht ab, nimmt auch keine Aufträge hierzu entgegen. Vielmehr sind in allen Fällen die beiderseitig Abschließenden zur tatsächlichen Lieferung und Abnahme der fraglichen Stücke berechtigt bezw. verpflichtet. Die Nichterhebung eines Widerspruches gegen diese Geschäftsbedingungen gilt ein für allemal zugleich als Willenserklärung, alle Geschäfte nur in dieser und nicht etwa in der lediglich auf Zahlung oder Einziehung des Preisunterschiedes gerichteten Absicht zu schließen.

1) Vergl. Siemens, Handelspolitische Zeitfragen. Berlin 1884.

2) Trumpler, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht, Bd. 50, S. 389.

3) Vergl. S. 2.

4) Vergl. BGB. § 764.

Für die Londoner Börse verneint Struck[1]) Verträge, die begrifflich sich mit einem reinen Differenzgeschäft denken. Allerdings gibt er zu, daß „die Verbindlichkeit zu reeller Transaktion in der Tat für den einen der Abschließenden oder für beide ihre Bedeutung verlieren kann, wenn dieselben sich in ein neues Geschäft entgegengesetzten Inhalts einlassen, wenn der Käufer ein Verkaufsgeschäft über die gleiche Summe abschließt, der Verkäufer ein Kaufgeschäft. Aber auch in diesem Fall kann die Verpflichtung faktisch untergehen, sie muß es nicht. Denn wenn die Person, mit welcher der Käufer im ersten Vertrage das Verkaufsgeschäft eingegangen ist, am Erfüllungstage nicht das Papier abnehmen und zahlen kann, so bleibt dieser dem Verkäufer aus dem ersten Vertrage dafür rechtsverbindlich verhaftet. So löst sich das sogenannte Differenzgeschäft in seiner rechtlichen Beschaffenheit auf in ein Kauf- und Verkaufsgeschäft. Insofern hat es vor dem gewöhnlichen Lieferungsgeschäft nichts voraus".

Die Lieferungskäufe gewähren dem Käufer die Möglichkeit unter Ersparung von Lager- und Versicherungskosten die Ware am Erfüllungszeitpunkt in seinen Besitz zu bringen. Der Kaufmann, der aus verschiedenen Gründen einen Preisfall voraussieht, kann sich entschließen, eine Ware, über die er noch gar nicht verfügt, ungedeckt (in blanko, à découvert) zu verkaufen, von der Annahme ausgehend, daß es ihm gelingen werde, in der Zwischenzeit diese billiger einzukaufen. Ist seine Annahme richtig, so wird ihm der Lohn für seine geistige Arbeit in Gestalt eines Gewinnes zuteil. Hat der Kaufmann die Preisbewegungen, die nach seiner Meinung sich einstellen würden, falsch eingeschätzt, so wird er seinen Irrtum mit einem Geldverlust büßen und vielleicht dazu beitragen, die steigende Bewegung der Preise zu unterstützen durch die notwendig gewordene „Eindeckung", da er ja vertraglich gehalten ist zu liefern. In diesem Fall wird er jedenfalls den Markt stützen, zum mindesten die rückläufige Bewegung einen Augenblick aufhalten. Der Markt diktiert ihm nun die Preise und nicht umgekehrt. Denn der Kaufmann ist genötigt, die zu liefernde Ware am Lieferungstermin bereit zu halten. „Der spekulative Charakter des Lieferungsgeschäfts" [2]), sagt Lexis, „prägt sich umso stärker aus, je mehr Zwischenoperationen von Käufern und Verkäufern sich in der Zeit bis zum Beginne der Lieferungsfrist und zum Kündigungstage eingeschoben haben. Da aber die Beschaffenheit der Ware von den ursprünglichen Beteiligten nach Gutdünken bestimmt ist und ebenso die Menge, der Erfüllungsort und die Lieferungszeit beliebig vereinbart sind, so finden sich doch nicht leicht viele Käufer, die nach einander in die Bedingungen eines so individuell geregelten Vertrages eintreten, und daher bleibt die Verwendung effektiver Lieferungsgeschäfte zu rein kaufmännisch-spekulativen Zwecken auf kleinere Kreise beschränkt".

Diese eben erörterten Spezifikationskäufe, d. h. Käufe einer beweglichen Sache, bei welcher dem Käufer die nähere Bestimmung über die Güte, die Schlußeinheit usw. vorbehalten ist, besitzen nicht das Unpersönliche des Vertraglichen, dessen der Spekulationshandel bedarf. Der Börsenterminhandel betreibt Lieferungsgeschäfte, dessen gesamte Vertragsbedingungen bis auf den Preis vom Börsenvorstand festgelegt sind. Diese technisch hochentwickelte Gestalt des Börsenhandels gewährt erst die Möglichkeit, vor dem Eintritt des Stichtages auf dem Wege der Uebertragung an einen Dritten zu leisten. Das Wertpapier oder die Ware dankt diese Uebertragung dem Rechtsinhalt des zwischen

---

1) Struck, Die Effektenbörse. Schmollers Forschungen. Leipzig 1881. S. 60.
2) Lexis, Das Handelswesen I. Leipzig 1906, Göschen. S. 88.

den Beteiligten eingegangenen Vertrages. Die Uebertragung wird nicht in einer grobsinnlichen Bewegung der Waren zu sehen sein, sondern es wird die Umschreibung eines Rechtsanspruches genügen. Zwischen Käufern und Verkäufern stellt sich eine Kette von Uebertragungen her, ohne daß es an sich erkennbar wird, ob ein Lieferungsgeschäft auf tatsächlicher Grundlage oder ein Börsenzeitgeschäft in der Absicht der Beteiligten liegt. Die Kette kann sich auch schließen, ohne daß es in ihr zu einer effektiven Lieferung gelangt. In diesem Falle wird man nicht ohne weiteres die Behauptung aufstellen dürfen, daß diese in sich geschlossene Reihe von Geschäften ohne jede Einwirkung für die tatsächliche Preisgestaltung sein müsse. Wenn sich auch innerhalb dieser Kette das Geschäft in der Zahlung eines Preisunterschiedes erledigt, so kann doch die Preisentwickelung in wirtschaftlich-nützlicher Weise durch die Beteiligung dieser „Kette" beeinflußt werden, während an sich die Geschäfte der an der Kette Beteiligten für eine reelle Warenbewegung ohne Belang sind.

In der äußeren Gestalt sind die Termingeschäfte von den effektiven Lieferungsgeschäften nicht zu unterscheiden. Im Börsenterminhandel und zumal im Effektenhandel, den wir hier vorzugsweise im Auge haben, gehen Geschäfte beiderlei Art nebeneinander her. Der Spekulant, der als Terminhändler das Mittelglied einer Kette bildet und seine Spekulation bis zum Stichtage (dem „Ultimo") durch ein entgegengesetztes Geschäft sicherstellen will, sieht sich am Stichtage einem Verkäufer bezw. Käufer gegenüber. Er muß nun abnehmen oder liefern. In dem einen Falle war er als Haussier in den Markt gegangen, auf ein Steigen der Preise rechnend, im anderen hatte er als Baissier die entgegengesetzte Erwartung.

Am Monatsende erleichtern die Ausgleichs- oder Liquidationskurse die Abrechnung um ein bedeutendes. In Berlin übernimmt die Bank des Berliner Kassenvereins die gegenseitige Aufrechnung oder Skontration. Für die Lieferung der Effekten sorgt der „Liquidationsverein für Zeitgeschäfte", dessen Geschäftsführung die vorgenannte Bank besorgt und dem die größeren Bank- und Maklerhäuser als Mitglieder beigetreten sind. Es ist jedoch darauf hinzuweisen, daß die Ausgleichskurse und Ausgleichsverfahren überhaupt nur ein Anhängsel der Spekulation, allerdings ein sehr wichtiges, sind, daß aber manche große Märkte mit großen täglichen Umsätzen ihre Ganz- oder Halbmonats-Abwickelung erledigen, ohne solche Einrichtungen, welche die Abwickelung der Geschäfte erleichtern, zu besitzen. In London z. B., wo kein Liquidationsverein besteht, dient der zweite Tag der Liquidation[1]), der name day oder ticket day der Ermittelung der letzten Käufer bezw. Verkäufer.

Die Spekulanten, die über den Stichtag hinaus ihre Schlüsse halten wollen, sei es, daß sie erwarten, daß die Preisbewegung ihnen günstig sein wird, sei es, daß sie bisher ungünstig war und sich nun wendet, müssen sich das nötige Geld oder die nötigen Stücke leihen, welche ihnen das Privatkapital und die Bankwelt gegen eine Vergütung in Gestalt des Reports bezw. Deports zur Verfügung stellt. Wollten die Spekulanten am Stichtage sämtlich ihre Verpflichtungen lösen und neue auf den nächsten eingehen, so würde solche Handlungsweise, ganz abgesehen von den Kosten, die Stellung der Spekulation und damit den ganzen Markt nicht unbedenklich erschüttern. Auch würde die notwendige Lösung am Stichtage langfristige Spekulationen überhaupt unmöglich machen. Wenn der Verfalltag naht, gibt der Spekulant dem Kapitalisten seine Ware

1) Vergl. Struck, Die Effektenbörse, S. 33.

in Kost, d. h. er gibt sie ihm zum amtlich festgestellten Ausgleichssatz hinein, um sie von ihm zu einem um den Report erhöhten Preise am nächsten Stichtage zurückzukaufen. Der Leerverkäufer leiht sich die Stücke, die er liefern soll, indem er die zu liefernden Stücke hereinnimmt, um sie am nächsten Stichtage zu einem um den Deport geringeren Preise zurückzuliefern. „Dem Kapitalisten[1]) zahlt der Spekulant das Kostgeld (Report) und zieht dadurch neue Mittel in das kaufmännische Getriebe, welche ihm das Halten eines stärkeren Lagers ermöglicht, als dies mit seinen eigenen Mitteln verträglich wäre. Die Ware lagert zu seiner Verfügung an dem Ort, wo sie gekauft wurde und wird dort reportiert. Sie wird im Fall der Abwickelung des Geschäfts nach dem Bestimmungsort geleitet und bedeutende Beförderungskosten werden erspart ... Der Report (aber) ermöglicht, daß Mittel für dieses Geschäft verfügbar werden, die diesem nie zur Verfügung gestanden hätten, wenn man von dem Geldgeber auch zugleich Sach- und Materialienkenntnis verlangt hätte.“ Wenn so Siemens dem Reportgeschäft im Warenhandel Lob spendet, so darf nicht übersehen werden, daß die hier angeführten Gründe keineswegs auch für den Effektenhandel geltend gemacht werden können. Das Reportgeschäft legt große Mittel der Banken fest, die Handel und Gewerbe entzogen werden. Es gewährt den Banken die Macht, ganz nach ihrem Willen und ihren Absichten, die zuweilen von Willkür nicht frei sind, die Spekulation zu lenken. Die Banken können ihre Macht auch mißbrauchen. Wenn den Spekulanten die Reportmittel allzu verschwenderisch gewährt sind und plötzlich entzogen werden, so müssen zahlreiche Verpflichtungen zur Lösung gelangen. Es erfolgt ein panikartiger Zusammenbruch bereits, wenn andere Gründe, wie die Verteuerung der Geldsätze usw. noch lange nicht verderblich gewirkt hätten. „The rates of continuation[2]) (Report) or backwardation (Deport) it will be observed have nothing to do with the intrinsic value of a security or even its position for a rise or fall. A low rate of continuation may sometimes mean only, that one or more groupes of speculators have not sold their stock though a point or two's further advance may induce them so sell it. A backwardation may also be quite consistent with a preponderance of sales of stock of delivery. The arrangements are certainly calculated to facilitate deception, because a continuation has primarily the aspect of showing a necessity to borrow money to pay for stock, and a backwardation the aspect of a security of stock, showing the necessity of an advance of price before a supply will come out.“ Der Reportsatz hängt in erster Reihe von der allgemeinen Gestaltung des Geldmarkts ab, dann von der Größe der Preisschwankungen des betreffenden Papieres, der Zahl der laufenden Hausseverpflichtungen und ihrem Verhältnis zu den Baisseverpflichtungen. Neuerdings, seit Einführung der Zweimonatsbilanzen der Großbanken, kann auch der Außenstehende Einsicht nehmen in die Höhe der von den Großbanken der Spekulation zur Verfügung gestellten Reportmittel. Diese pflegen nicht unwesentlichen Schwankungen zu unterliegen.

Die Prolongationsgeschäfte sind für die Zwecke der Spekulation von größter Bedeutung geworden. Sie ermöglichen nicht nur die Weiterführung der Hausseverpflichtungen, sondern geben auch dem Leerverkäufer die Mittel, die zu liefernden Stücke sich bis zum folgenden Stichtag auszuleihen. Das Prolongationsgeschäft stellt sich juristisch als unechtes Lombardgeschäft dar, insofern als der Hereinnehmer (Kostnehmer) die Papiere nur der Gattung nach zurückzuliefern hat und sie in der Zwischenzeit weiter ver-

1) Siemens, a. a. O., S. 7.

2) Robert Giffen, Stock Exchange Securities. London 1877. S. 78.

pfänden kann. Die Zahl der getätigten Umsätze ist nicht mehr an den vorhandenen Vorrat von Stücken oder Waren gebunden. — Anders bei den spekulativen Kassengeschäften. Da jeder Verkäufer auch die verkauften Stücke Zug um Zug oder nach den Berliner Bedingungen längstens innerhalb dreier Tage zu liefern hat, ist der Markt von dem Vorrat der vorhandenen Stücke abhängig. Schwänzen sind überaus leicht ins Werk zu setzen. Den spekulativen Kassengeschäften haftet im allgemeinen ein so großes Wagnis an, daß nur gegen Einschuß (margin) und Geld auf tägliche Kündigung Kredit gewährt wird. Wie die Zustände der Newyorker Spekulation, wo man, wie in Amerika überhaupt, einen Zeithandel nicht kennt, beweisen, sind dort die Kursschwankungen viel erheblichere als an den deutschen Börsen, welche für stark gehandelte Papiere mit großem Interessentenkreis die Erfüllung und Abwickelung auf einen bestimmten Tag des Monats verlegt haben. Viele Geschäfte können während zweier Stichtage erledigt werden, die Liquidation erleichtert die Abwickelung am Ultimo. Die Prolongation gewährt dem Spekulanten Kapital oder Stücke und enthebt sie der Sorge, von den Geldgebern ausgebeutet zu werden.

Der neuzeitige Börsenverkehr hat überwiegend die Form der täglichen Erfüllung und Abwickelung in eine solche mit zwei Stichtagen im Monat, oder in eine solche übergeführt, die die Regelung der Zeitgeschäfte auf einen Stichtag, den Ultimo, verschiebt [1]). Die Festsetzung einer einmaligen Abwickelung und die Loslösung jeder persönlichen Vertragsbildung von dem Willen der Abschließenden, sowie die sogenannten Schlußeinheiten sind die Eckpfeiler für den gewaltigen Einfluß der Spekulation auf die Preisbildung im Börsenverkehr.

Neben den Fixgeschäften kommen an den Börsen noch Zeitgeschäfte mit sogenanntem begrenzten Risiko vor, die Prämiengeschäfte. Der mögliche Verlust ist hier auf die Prämie (Reugeld) beschränkt. Von diesen Geschäften soll nicht weiter die Rede sein. Die Preisgestaltung können sie nicht beeinflussen. Eine kurze, nur vorübergehende Einwirkung macht sich höchstens am Prämienerklärungstage bemerkbar.

---

3. Abschnitt.

Die Preisbildung an der Börse.

„Bekanntlich ist das Kapitel von der Preisbildung“, heißt es in einer Abhandlung von Eschenbach [2]), „eines der schwierigsten der gesamten Volkswirtschaftslehre und hierin ist auch wohl die Tatsache des häufig mangelnden Verständnisses bei der Anwendung des Paragraphen über den Selbsteintritt der Beauftragten (Kommissionäre) HGB. § 400 zu suchen. Der gewöhnliche Jurist pflegt den Börsen- und Marktpreis nämlich als etwas durchaus Objektives und Sachliches, über jeden Zweifel Erhabenes, anzusehen, und man muß schon in gewissem Sinne Spezialist sein, um die nach dieser Richtung hin und nur

1) Die Pariser Kulisse verdankt nicht zuletzt ihren großen Aufschwung dem Umstand, daß sie die Abwickelung der Geschäfte nur einmal monatlich besorgt, während das „Parquet“ an zwei Stichtagen (Medio und Ultimo) noch immer festhält.

2) A. Eschenbach, Das Kommissionsgeschäft. Zeitschrift f. d. ges. Handelsrecht, Bd. 41, S. 9.

zu oft geradezu verhängnisvoll wirkenden, betätigten Irrtümer voll und ganz zu erkennen. Wenn noch dazu der Begriff Börsen- oder Marktpreis auf irgend eine Weise den Zusatz 'amtlich' erhält, so ist der überwiegend juristisch gebildete Beurteiler nur allzusehr geneigt, diesen Begriff für einen solchen zu halten, welcher den ihm geläufigen Definitionen völlig feststehenden Charakters durchaus entspräche. Und das ist doch durchaus nicht der Fall!" Wie entsteht nun der Börsenpreis? Ist er im Kassenhandel nach der Bestimmung des Börsengesetzes vom 22. Juni 1896 derjenige, welcher der wirklichen Geschäftslage des Verkehrs an der Börse entspricht? (§ 29, Abs. 3 des Börsengesetzes.)

Für die Bewertung eines Papieres ist maßgebend der Ertragswert, d. h. „die Bedeutung[1]), welche der Verfügungsgewalt über ein Ding mit bezug auf den Zweck des Erzielens von Erträgen beigelegt wird." Diese von Neumann stammende Erklärung gibt dem starren Begriff von Vorrat und Bedarf das individuelle Gepräge. Die Meinung über künftige Ertragsfähigkeit, bestimmte Zwecke und Ziele, verhelfen den toten Massen, Wertpapieren und Waren, zur Schätzung eines individuellen Preises. „Die Meinung[2]) über das Verhältnis von Vorrat und Bedarf, wie er sich in aller Welt und aus aller Welt gestalten wird — sie ist es, die den Wert bestimmt. Die Meinung, daß auf die Kornvorräte, die heute an einem großen Stapelplatze aufgespeichert liegen, eine schlechte Ernte folgen wird, gibt dem Wert derselben eine andere Bedeutung wie die entgegengesetzte Meinung, daß eine gute Ernte bevorsteht. Die Meinung, daß ein Krieg bevorsteht, welcher ungewöhnlichen Bedarf an Korn zur Folge hätte, ungewohnte Störungen in der gewöhnlichen Zufuhr, diese Meinung ist es, welche auf den Wert der heutigen Vorräte anders einwirkt, als die Meinung, daß der Friede erhalten bleibe. Wer von beiden recht hat, darüber entscheidet zuletzt der Augenblick, der aus der Zukunft Gegenwart macht — unterdessen schwankt die Wage der Meinungen hin und her, je nachdem das Uebergewicht derselben in der einen oder andern Schale liegt. Und hiermit steigt und fällt der Preis. Ein Uebergewicht der einen oder der anderen Meinung ist vorhanden, aber jede der beiden Meinungen hat ihre breite Gestalt in zahlreichen Vertretern. Der Preis schwankt je nach der Seite dieses Uebergewichtes; aber der jeweilige Preis ist eben darum der Ausdruck des jeweiligen Verhältnisses der beiden Parteien." — „Der Tauschwert", sagt Schäffle[3]), „mit ihm der Preis ist einer beharrlichen Aenderung unterworfen, denn Angebot und Nachfrage wechseln im ganzen und nach ihren Elementen beharrlich, beide müssen daher stets aufs neue nach dem Gleichgewicht streben, bei neuen individuellen Wertsätzen in jedem neuen Augenblick sich wirtschaftlich zum Stehen zu bringen suchen".

Bei festverzinslichen Ertragswerten, wie Staats- und Gemeindeanleihen, Renten- und Pfandbriefen, sowie dergleichen mehr, wird die Meinung nur nach der Sicherheit und Gleichheit des Zinsbezuges, der Innehaltung der planmäßigen Tilgung und dem allgemeinen Vertrauen zu der öffentlich-rechtlichen Körperschaft fragen. Anders bei den aus ihrem Jahresgewinne einen schwankenden Ertrag erzielenden Erwerbsgesellschaften. Hier greift die Konjunktur in das Getriebe ein und gibt der Meinung rege Beschäftigung. Hier bietet sich das Feld der Betätigung für die Spekulation, welche berufsmäßig die zukünftige Preislage zu erforschen bestrebt ist und sich an jenen großen Knotenpunkten des Handels und Verkehrs eint, welche in ihrer Ausbildung als Börse die jeweilige Lage der gesamten Volkswirtschaft eines Landes wiederspiegeln sollen.

1) Fr. J. Neumann, Schönbergs Handb. d. pol. Oekonomie, Art. Gestaltung des Preises. Tübingen 1896.
2) G. Cohn, Beiträge zur Börsenreform, S. 67.
3) Schäffle, Das gesellschaftliche System der menschlichen Wirtschaft. Tübingen 1873. S. 201.

An den deutschen Börsen waltet als Mittler zwischen den Parteien der Makler. Er nimmt die Erklärungen derselben entgegen, stellt die Schlußscheine aus und empfängt für seine Mäkelei den Maklerlohn oder die Kurtage. „Wirtschaftlich[1]) ist er teils Mittelperson gegen eine nach der wirtschaftlichen Wirkung seiner Tätigkeit abgeschätzte Gebühr, teils wird seine Leistung durch Unternehmergewinn entgolten, teils durch Vereinigung beider." Das Börsengesetz vom 22. Juni 1896 hat die Stellung der Kursmakler geschaffen. Nur durch ihre Vermittlung getätigte Abschlüsse in Waren oder Wertpapieren haben Anspruch auf Berücksichtigung bei Feststellung des amtlichen Börsenpreises. Behufs Feststellung des Kurses ermitteln die zu einer Gruppe gehörenden Kursmakler aus ihren Tagebüchern[2]) die für die betreffende Börse oder auf Widerruf erteilten Aufträge. Aus den Bestens-Aufträgen und den mit einer oberen Kaufs- bezw. unteren Verkaufsgrenze erteilten Limiten bestimmen sie den Kassenpreis, welcher um 2 Uhr vom Börsenvorstand protokolliert wird. Mit wenigen Ausnahmen ist dieser in Deutschland im Kassenverkehr ein Einheitspreis.

Verfolgen wir die Entstehung desselben und den Einfluß, den die Spekulation auf die Preisbildung im Kassenmarkt hat. Die Kassenkurse werden für jede Börse einmal festgesetzt. Die Makler verhandeln gegenseitig öffentlich über die Kursfestsetzung. Vor ihren Schranken versammeln sich die Interessenten und Börsenbesucher, welche noch vor Feststellung des endgültigen Einheitspreises durch Kauf- oder Verkaufsaufträge oder durch Zurückziehen bereits gegebener den Preis beeinflussen. Während die Makler mit der vorläufigen Kursfestsetzung beschäftigt sind, zeigen sie sich noch bereit, Aufträge für das betreffende Papier entgegenzunehmen. Sie haben das Recht, diese abzulehnen, machen aber davon selten Gebrauch, da vermehrter Umsatz ihnen auch größeren Maklerlohn bringt. Wie ersichtlich, ist es außerordentlich leicht, bis zum letzten Augenblick vor der endgültigen Kursfestsetzung auf diese Einfluß zu gewinnen. Diese Möglichkeit lassen sich die Interessenten, also vor allem das Emissionshaus und die nächst beteiligten Spekulanten, nicht entgehen. Bei der Mehrzahl der Industriewerte, zumal bei den mit geringem Kapital ausgestatteten Gesellschaften, ist eine Kursbeeinflussung an der Tagesordnung. Sie wird von den Beteiligten nicht nur warm verteidigt, sondern für die Gleichmäßigkeit der Kurshöhe geradezu für unerläßlich gehalten.

Ein Beispiel erweise, wie eng das sogenannte Interesse einer kleinen Emissionsfirma, für die wohl die Webersche Bezeichnung Spekulationsbank jedoch im Diminutiv am Platze wäre, mit der Spekulation in „ihren" Aktien verbunden ist. Zuzeiten einer ausgesprochenen Fläue liege für ein Aktienpapier bei den Kursmaklern vor ein Bestensverkauf von 40000 M., andrerseits Kaufaufträge: 6000 M. zu höchstens 200 %, 12000 M., zu höchstens 198 %. Der Kurs könnte dann normiert werden zu 198 et. bz. B. (etwas bezahlt. Brief). Der Kursmakler[3]) teilt nun pflichtgemäß dem Auftraggeber der Bestensordre mit, daß ein Teil des Auftrages ausfallen muß. — Nehmen wir nun an, der betreffende Bankier, welcher das Papier an der Börse eingeführt hat, habe die Absicht, seine Aktien zu ermäßigten Preisen wieder aufzunehmen, so gibt er dem Kursmakler einen Kaufauftrag über 10000 M. zu 192 % und der Einheitspreis würde dann lauten können 192 bz. B.

---

1) Max Weber, Zeitschrift f. d. ges. Handelsrecht, 1895, S. 159.

2) Vergl. Börsengesetz, § 33, Abs. 2.

3) Wenn die in einem Papier vorliegenden Aufträge einen beträchtlichen Kursunterschied gegen den Tageskurs wahrscheinlich machen, sind die Kursmakler verpflichtet, dies an einer Tafel durch die Zeichen + + + bezw. — — — bekannt zu geben.

Sein Ziel erreicht er leicht, fast zu leicht, denn die Großen der Börse pflegen die Kreise der Kleinen nicht zu stören. Zum Verkauf der Aktien konnte sich der Bankier auch der Hilfe eines Strohmannes bedienen. Seine Unkosten bestehen nur in der zu zahlenden Maklergebühr. Das Fallen des Kurses beunruhigt nun die Aktionäre, die meist ihre Kassenspekulationen mit Bankkredit betreiben, das Angebot wächst; überstürzte Verkäufe, die den Preis stark herabdrücken, erfolgen. Das Emissionshaus hat richtig gerechnet. Es bekommt seine Papiere billig zurück. Nicht weniger bedenklich wird dies „Versehen“, wenn das Bankhaus in den von ihm herausgebrachten Papieren eine Hausse einleitet. Die gute Konjunktur nutzt es natürlich aus. Kein billig denkender wird es ihm verwehren. Denn es ist nicht aus dem Auge zu lassen: zumal der kleine Emissionsbankier in Berlin ist ein Effektenhändler; nebenbei betreibt er auch wohl die anderen üblichen Bankgeschäfte. Die Gewinne will er in der Hauptsache aus dem Handel mit seinen Effekten ziehen. Als Berater seiner Geschäftsfreunde veranlaßt er diese bald zum Erwerb seiner Aktien. Durch hie und da zu passender Zeit von ihm veranlaßte günstige Zeitungsberichte, aus denen auf Erhöhung der Ertragsfähigkeit des Werkes geschlossen werden kann, macht er andere Anleger auf seine Papiere aufmerksam. Natürlich ist der Bankier seiner Kundschaft gegenüber Selbstkontrahent zum amtlich festgestellten Börsenpreis. Gegen einen Einschuß von zehn bis zwanzig Prozent „käuft“ er für seine Kunden oder er kauft auch nicht und hofft dann, sich später zu billigerem Kurs decken zu können. So lenkt er, zumal bei kleinen Unternehmen, mit ein paar Millionen Mark Kapital die Preisbewegung ganz nach Gutdünken, d. h. nach seinen Gewinnabsichten. Von den tausend oder zweitausend ausgegebenen Aktien hat vielleicht nur der vierte oder fünfte Teil Eingang in Anlegerkreisen gefunden. Erscheint dem Bankier der Preis der von ihm kontrollierten Aktien der jeweiligen Konjunktur entsprechend hoch genug, so ist er vielleicht geneigt, für eine Baisse Stimmung zu machen. Ein paar Strohmänner hat der Bankier an der Hand. Diese bringen das Material heraus, das ihm in Wirklichkeit gehört. Der Kurs beginnt zu weichen und die Anleger werden besorgt. Die Kundschaft des Bankiers ist leicht aus ihrem Engagement geworfen. Der Preis der Aktien wird jetzt auch bei verhältnismäßig nicht einmal erheblichem Angebot eine absteigende Bahn verfolgen, die dem Bankier in seinen Plan paßt. Ist der Plan nach Wunsch geglückt, so stellt der Bankier seine Scheinverkäufe ein und geht mit effektiven Käufen vor, läßt auf gedrucktem Wege alle ungünstigen Nachrichten, die über das Werk verbreitet waren, abläugnen und der Boden für eine neue Hausse, die frisch einsetzen kann, ist geebnet.

Mancher Emissionsbankier sucht auf einfachere Weise die Spekulationslust des Publikums zu wecken und seine eigene Börse zu stärken. Er geht mit der Absicht um, eine seiner Gründungen börsenfähig zu machen. Er will auch einen verhältnismäßig hohen Einführungskurs für seine Gründung sehen, denn er ist der Vorsitzende des Aufsichtsrates, der sich im übrigen aus seinen Vettern und Freunden zusammensetzt, und eine Einführung kostet auch Geld. Es wird also von einer jahraus jahrein erträgnislosen Gesellschaft, die ihr Dasein durch Aktienzusammenlegen bezw. Zuzahlungen fristete, eine einmalige hohe Dividende verteilt. Das Geheimnis, wie diese Dividende erwirtschaftet worden ist, hütet der Bankier streng für sich allein. Die Grundsätze, nach welchen die Zulassungsstelle an der Berliner Börse die Prospekte neuer Papiere beurteilt, sind ohne Zweifel wohl erwogen, aber sie haben der Oeffentlichkeit oft Veranlassung gegeben, sich mit dieser Behörde auseinanderzusetzen [1]).

1) Vergl. hierzu die Einführung der „Schönebecker Metallindustrie A.-G.“ in Schönebeck a./Elbe an

Am Berliner Kassenmarkt sind Leerverkäufe von seiten der Anleger nicht eben häufig zu vermerken. Nur die berufsmäßige Spekulation tätigt solche. Die Gefahr, „überritten“ zu werden, ist zu groß. Der Außenseiter kann nur dann mit Aussicht auf etwaigen Erfolg zu Leerverkäufen im Kassenverkehr schreiten, wenn für das betreffende Kassenpapier ein größeres spekulatives Interesse besteht. Es entwickelt sich dann ein sogenannter „freier Verkehr“ für dieses Papier[1]), mittels dessen jedes einzelne Geschäft ebenso wie im Zeitverkehr zu einem jeweils sich änderndem Preise abgeschlossen wird. Während im Kassenverkehr für eine Börse nur ein Preis gilt, ist der Preis im Zeitverkehr beharrlichen Schwankungen unterworfen. Im Handel des freien Verkehrs können die laufenden Stückzinsen, an deren Berechnung an deutschen Börsen noch immer festgehalten wird, auf ultimo gestellt werden. Dieser Lieferungshandel mit individuell zu bestimmender Schlußeinheit gewährt auch die Möglichkeit, im Kassenverkehr, oder wie einige sagen, im Groß-Kassenverkehr, ein eingegangenes Geschäft durch ein entgegengesetztes bis auf die Zahlung des Preisunterschiedes auszugleichen. Dieser freie Verkehr zieht die Leerverkäufer herbei.

In ungleich höherem Maße wie beim Kassenhandel oder dem Handel im freien Verkehr können die Notierungen, wie sie unter dem Einfluß des Zeithandels sich ergeben, als die Preise angesehen werden, die der wirklichen Marktlage entsprechen. Die spekulativen Machenschaften eines einzelnen Bankiers verfehlen auf die Dauer ihren Zweck. Er gelangt bald zu der Einsicht, daß er trotz größerer Kapitalsentfaltung seine eigene Haut zu Markte trägt. Auch Vereinigungen von Spekulanten, die mit einander verbündet ihre Hausse- oder Baisseangriffe gegen den Markt führen, können kaum ernstlich damit rechnen, diesen in ihrem Sinne zu beeinflussen, wenn sie nicht auf eine erhebliche Kapitalsmacht sich zu stützen vermögen. Die mögliche Einwirkung wird nicht von langer Dauer sein, wenn sie wider die allgemeine wirtschaftliche Entwickelung geht. Die Spekulation kann überhaupt nicht, wenigstens nicht auf längere Zeit gegen die breite Strömung, die die Konjunktur vorschreibt, schwimmen. Sie überlegt es sich auch eindringlich, ehe sie eine Bahn beschreitet, die ihr bedrohlich oder gar gefährlich erscheint. Sie ist sich bewußt, daß der Zeitmarkt unter der Kontrolle der breiten Oeffentlichkeit steht, welche nicht zögern würde, eine ihr falsch erscheinende Preisbewegung richtig zu stellen. Die Wirtschaftslage eines Landes wird nicht von der Spekulation gemacht. Dazu ist die Spekulation weder vorhanden noch fähig; sondern die Spekulation soll befähigt sein, mit Hilfe der Kursentwickelung ein Spiegelbild der wirtschaftlichen Lage zu geben. Damit dient sie sich und dem Lande. Wie wenig richtig ist da das Urteil des „wissenschaftlichen“ Sozialisten Proudhon: „La spéculation[2]) est, à proprement parler, le génie de découverte. C'est elle qui invente, qui innove, qui pourvoit, qui résout, qui semblable à l'Esprit infini, crée de rien toutes choses. Elle est la faculté essentielle de l'économie. Toujors en éveil, inépuisable dans les resources, méfiante dans la prospérité, intrépide dans les revers, elle avise, conçoit, raisonne, définit, organise, commande, légifère; le travail, le capital, le commerce exécutent. Elle est la tête, il sont les membres. Elle

---

der Berliner Börse im November 1906. Die Gesellschaft verteilte eine Einführungsdividende von 10 v. H. und war wieder erträgnislos. Die unabhängige Presse hatte warnen zu müssen geglaubt. Die Zulassungsstelle ließ die Aktien zum Handel und zur Notiz an der Berliner Börse zu, weil sie sich vermutlich nicht hatte überzeugen können, daß die Emission „offenbar zu einer Uebervorteilung des Publikums führe“.

1) Vergl. Selings Börsenpapiere. Leipzig 1905. S. 249.

2) P. S. Proudhon, Manuel du Spéculateur à la Bourse. Paris 1854.

marche en souveraine, ils suivent en esclaves". Ihrer Hauptaufgabe, die gegenwärtige Preisbildung mit Rücksicht auf die zukünftige wirtschaftliche Entwickelung zu fördern, können Börse und Spekulation nur gerecht werden, wenn sie sich dem Handel, Gewerbe und der Landwirtschaft nicht über- sondern unterordnen. Solange die Spekulation ihre dienende Rolle im gesamten Wirtschaftskörper innehält, wahrt sie am treulichsten mit dessen Vorteil ihren eigenen und schützt sich vor Irrtümern.

Die Geschichte der Berliner Börse weiß innerhalb der verflossenen vierzig Jahre von drei Epochen zu berichten, in denen die Spekulation unheilvollen Fehlschlüssen unterlag, die sie, wie auch die gesamte Wirtschaftseinheit schwer hat büßen müssen. Sind nun die Verfehlungen, zu denen die Spekulation in den Jahren 1871—1873, 1889/90 und 1899/1900 sich hinreißen ließ, der eigentlichen zünftigen Spekulation aufzubürden? Hier mag gleich daran erinnert werden, daß zuzeiten eines wirtschaftlichen Aufstieges die Zahl der Spekulanten ebenso sehr wächst wie ihre Güte nachläßt. Die Schar der wirtschaftlich ungeschulten und kapitallosen Mitläufer, welche nach der Pfeife der Großen tanzt, bildet eine stete Gefahr für den Markt, dessen nervöse Zuckungen umso heftiger werden müssen, je näher dem Ende einer Hochkonjunktur die „schwachen" Schultern der Außenseiter ihre Verpflichtungen auftürmen.

Im engsten Zusammenhang mit dem Haussefieber steht der Gründungstaumel, der sich außerhalb der Börse vollzieht. Der mittelbare Nährboden für das Geschäft der Gründer wird immer die Börse bleiben. Erst die erfolgte Börsenfähigkeit eines Papiers bedeutet die Sicherung und Glattstellung des Gewinnes der Gründer. Ihnen nimmt die Börse das zuweilen nicht unerhebliche Wagnis von ihren Schultern und zollt ihrer geistigen Arbeit den Gewinn in Gestalt eines Aufgeldes (Agio), dessen gewaltsam hinaufgeschraubte Höhe mehr zu Lasten der Anleger denn der Banken zu buchen ist. Zuzeiten einer Ueberspekulation läßt sich oft feststellen, daß der den Gründern zufallende Gewinn in keinem Verhältnis mehr zu der geleisteten Arbeit steht. Recht packend schildert uns Ernst Engel die Schattenseiten eines Gründungsherganges zu Anfang der siebziger Jahre. „Die Ursache des Verlustes", heißt es dort[1]), „war (in dem vorgeführten Beispiele) eigentlich ein Federstrich und zwar ein Federstrich der Gläubigerkommission durch die zu hoch angesetzten Aktien. Um wieviel waren sie denn aber zu hoch? Hierauf ist die Antwort ziemlich einfach. Nahezu um dieselben Beträge, die Verkäufer und Gründer zusammen auf die Objekte schlugen, welche in die Hände der Aktiengesellschaft übergingen. Die zu hohe Bewertung ist auf ihre natürliche Höhe, sogar unter dieselbe herabgedrückt worden. So wenig deshalb die Nation um eine halbe Million reicher geworden ist, weil der frühere Besitzer sein Werk im wirklichen Wert von einer Million zu ein und einer halben Million verkaufte, so wenig ist sie um eine halbe Million ärmer geworden, wenn es in dritter Hand wieder nur um eine Million verkauft wurde . . . Der Keim des Uebels der Aktiengesellschaft lag in dem zu teuren Kaufpreise, in der überstürzten Vergrößerung des Werkes und in der minder tüchtigen Leitung.

Straffälliges ist in dem obigen Vorgang, wie traurig er für die Anteilshaber auch endete, nichts. Warum sollte der frühere Besitzer für sein Werk nicht den Preis fordern, den es ihm wert war und den man ihm bewilligen will und auch tatsächlich bewilligt?

---

1) Ernst Engel, Die erwerbstätigen juristischen Personen, insbesondere die Aktiengesellschaften im preußischen Staate. Zeitschrift d. Kgl. preuß. statist. Landesamts. Berlin 1875. S. 149 ff. Auch als Sonderabdruck erschienen.

Warum sollten die Käufer beim Wiederverkauf nicht einen Gewinn beanspruchen, wenn sie davon, daß sie es tun, offen Mitteilung machen, auch in der Aufforderung zur öffentlichen Zeichnung die Dinge zwar hoffnungsvoll, aber doch nicht wahrheitswidrig schildern? Wenn sich ferner weder Besitzer noch Gründer von den Aktien, die beide in Zahlung erhielten, trennten, so offenbarten sie dann selbst das Vertrauen zu der neuen Gesellschaft, die wahrscheinlich auch ihre Gründungskrankheit mit der Zeit überwunden hätte, wenn durch die überstürzte Produktion nicht so rasch eine so schlimme Krisis herbeigeführt worden wäre. Unklugheit, Vertrauensseligkeit, ja selbst Leichtsinn mögen den beteiligten Personen mit Einschluß der Aktionäre vorzuwerfen sein, Betrug usw. nicht," Das spekulative Fieber der Gründerjahre, das im Jahre 1872 seine höchste Hitzwelle mit einem Kurswert der börsengängigen Aktien in Berlin von 124.62 v. H. aufwies, flaut im Jahre 1874 herunter auf 81.33 v. H., um Ende 1875, in der Zeit der tiefsten Niedergeschlagenheit und einer trostlosen Schwarzseherei, auf 66.39 v. H. zu sinken. Nach Engels Zusammenstellungen ergibt sich für die Jahre 1872—1875 für die an der Berliner Börse gehandelten Aktien eine Gesamtkurseinbuße im Wert von 710 Millionen Mark, d. h. der Kurswert des am 1. Januar 1873 ausgewiesenen Kapitals der Aktienpapiere hatte in drei Jahren 47 v. H. seines Wertes eingebüßt. Gewiß haben die spekulativen Ausschreitungen an der Börse die Schäden vertieft. Aber die Börsenspekulation allein für die kriesenhaften Ereignisse der Gründerjahre verantwortlich machen, heißt den ganzen wirtschaftlichen Zusammenhang der Ereignisse anfangs der siebziger Jahre verkennen oder verkennen wollen.

---

4. Abschnitt.

Börsenkurse und Spekulation.

In der Zahlentafel, welche der bereits genannten Engelschen Arbeit auf S. 83 beigefügt ist, erscheint sinnfällig die große Bedeutung, die schon anfang 1872 die Aktien des Berg- und Hüttenwesens zahlenmäßig dem Kurswerte nach an der Berliner Börse einnahmen. Abgesehen vom Bank- und Kreditwesen, sowie den Verkehrsunternehmungen, findet man bei den eigentlichen Industriewerten den Bergbau und Hüttenbetrieb mit 15,5 v. H. des überhaupt aufgebrachten Kapitals an weitaus erster Stelle. Diesen ihren ersten Platz unter den rein gewerblichen Werten, sowohl was die Größe des festgelegten Kapitals, wie auch die absolute Zahl der Betriebe betrifft, haben die Werte des Eisen- und Hüttengewerbes an der Berliner Börse dauernd behaupten können. Im Laufe der vergangenen Jahre ist die Bedeutung dieser Klasse von Werten — sie sollen kurz Hüttenwerte genannt werden — am Berliner Markt nicht unbeträchtlich gewachsen, dank dem mächtigen Anlauf, den das deutsche Großgewerbe überhaupt genommen hat. Bemerkenswert ist, daß indessen die Zahl der gehandelten Werte dieser Gattung sich nur ganz unerheblich änderte, dagegen ist das Aktienkapital teils unmittelbar durch Kapitalseinzahlung, teils mittelbar auf dem Wege der Verschmelzung mehrerer bisher unabhängig von einander geführten Werke zu einer Wirtschaftseinheit beträchtlich ge-

wachsen, ohne daß ein vorläufiges Ende dieser noch immer anhaltenden Bewegung abzusehen wäre.

Mit dem Ausbau und der Entwickelung des deutschen Reiches als Industriestaat und dem entsprechenden Wachstum des in deutschen Gesellschaften angelegten Kapitals (siehe Zahlentafel) tritt der Kapitalseinfluß der im Berg- und Hüttenwesen fußenden Werte immer deutlicher in Erscheinung.

Jahr	Zahl der Gesellschaften	Aktienkapital in Millionen Mark
1886/87	2143	4876.06
1902	5186	11968.33
1906	5060	13848.61
1909	5256	15141.13

Wie die Zahlen zeigen, bestanden im deutschen Reiche im Jahre 1906 5060 Aktiengesellschaften mit einem Aktienkapital im Nennwert von 13848609 Millionen Mark[1]). Nehmen wir das Handelsgewerbe, zu welchem die amtliche Statistik Geld- und Kreditwesen einrechnet, sowie das Verkehrs- und Versicherungsgewerbe von dieser Summe aus, so folgt, daß im Jahre 1906 das Nennkapital der in innigem Verband befindlichen Gruppen III und IIIa (Bergbau, Hütten- und Salinenwesen bezw. Metall- und Maschinenindustrie mit einander verbunden) rund 40 v. H. des überhaupt für rein gewerbliche Zwecke aufgebrachten Kapitals ausmacht.

1906 Gruppenbezeichnung	Zahl der Gesellschaften	Nennkapital in tausend Mark	Kapital jeder Gesellschaft in tausend Mark
III. Bergbau, Hütten- und Salinenwesen	255	1311299	5142
IIIa. Bergbau- und Hüttenbetrieb, Metall- und Maschinenindustrie mit einander verbunden . . .	42	802851	19116

Der Gang des gesamten deutschen Wirtschaftslebens ist gekennzeichnet durch den zunehmenden Verbrauch der zwei wichtigsten Rohstoffe für die Industrie: Kohle und Eisen. Die Steinkohlenförderung[2]) im deutschen Reiche in kg auf einen Einwohner betrug in den Jahren:

Jahr	1856	1863	1873	1883	1893	1899
kg/Einwohner	295	479	876	1215	1455	1839

Während im Jahre 1856 die Steinkohlenförderung erst 295 kg auf einen Einwohner betrug und 27 Jahre später 1215 kg erreichte, hob sie sich bis zum Jahre 1899 auf

1) Vergl. Handw. d. Staatswissenschaften. 3. Aufl. Artikel Aktiengesellschaften.
2) Die Zahlen entstammen dem Stat. J.B. für das deutsche Reich.

1839 kg. Der Roheisenverbrauch[1]) in kg auf einen Einwohner hat sich in Deutschland

Jahr	1835	1850	1860	1870	1880	1890	1899
kg/Einwohner	6	11	19	39	60	99	155

im Verlauf der Jahre 1835 bis 1880 verzehnfacht. In den Jahren 1880—1899 ist er um 160 v. H. gewachsen.

Infolge der überaus innigen Beziehungen zur allgemeinen Wirtschaftslage und der eindringlichen Wechselwirkungen, die sich mit dem Gedeihen und Blühen des Eisen- und Kohlen-Großgewerbes über alle übrigen Zweige des Gewerbes und Handels erstrecken, mußten im Laufe der Zeit Kohle und Eisen mehr und mehr das „Barometer“ der Konjunktur, mithin auch das Barometer der Börse und Spekulation werden. In Deutschland ist diese Entwickelung künstlich befördert und genährt worden durch das groß angelegte System der Eisenbahnverstaatlichungen in den achtziger Jahren des vorigen Jahrhunderts. Bis zu jener Zeit wurde der Pulsschlag des wirtschaftlichen Lebens und Webens auf dem Aktienmarkt meßbar in der Preisgestaltung der Eisenbahnwerte. In ihren monatlichen Ausweisen erkannte man Fortschritt oder Stillstand. Die Abschätzung der zukünftigen Ertragsmöglichkeiten dieser Werte bot der Spekulation immer wieder willkommene Tätigkeit.

Im Verlaufe der Jahre 1877 und 1878 hatten die Preise der Industriewerte ihren Tiefpunkt erreicht. Langsam folgte die Erholung. Christians berechnet im „Deutschen Oekonomist“ den Kursgewinn von 108 Papieren, in der Hauptsache Hüttenwerten, aufs Hundert des Nennbetrages für den 15. Januar 1878 bis zum 15. Januar 1883 auf 36.4 v. H. Der Kurswert hob sich in diesem Zeitraum entsprechend den besseren Aussichten des Gewerbes von 166194 Millionen Mark auf 290153 Millionen. Er erreichte jedoch erst 85,2 v. H. des Nennwertes.

Erstmalig im Jahre 1886 widmen nach den trüben Erfahrungen der Gründerjahre Spekulation und, noch ein wenig verschüchtert, auch die Anleger ihre Aufmerksamkeit in erheblicherem Maße als zuvor dem Markt der Industriewerte. Doch blieb vorerst noch der spekulative Eifer im wesentlichen auf fest verzinsliche Werte gerichtet. Der Zinshunger bringt einer Anzahl niedrig aufgelegter ausländischer Renten einen unvorhergesehenen Erfolg. Aber jene ausländischen, zum Teil überseeischen Schuldner, die ihren Kredit überschätzt hatten und es mit den versprochenen Gegenleistungen nicht allzu genau nahmen, schreckten doch die Anleger vom Erwerb dieser zwar hochverzinslichen, aber immerhin unsicheren Titel ab. Die Zunahme der Zinsherabsetzungen der inländischen goldgeränderten Werte, zusammen mit den üblen Erfahrungen beim Erwerb ausländischer Anleihen, wiesen das anlagesuchende Kapital unwillkürlich auf die Werte mit schwankendem Erträgnis. Dank bedeutungsvoller Erfindungen der technischen Wissenschaften und der planmäßigen Erweiterung und Vervollkommnung der Verkehrswege bewegte sich die deutsche Industrie, und besonders die sogenannte schwere Industrie, im Zeichen zunehmender Rentabilität.

Diese günstige Lage der Industrie verfehlte nicht in steigenden Börsenpreisen zum Ausdruck zu kommen. Bald griffen weitere Kreise in das spekulative Getriebe ein.

1) Stat. J.B. f. d. deutsche Reich.

Neben den guten und wirklich erträgnisreichen Werten wurden die Aktien von zweifelhaften Gründungen auf eine Höhe getrieben, die ihrem inneren Wert in keiner Weise entsprechen konnte. — Das Nachspiel mit seinen verderblichen Folgen, wie Zahlungseinstellungen, Bankbrüchen, war unausweichlich. Die Gegner der Börse hatten ihre Waffen geschärft, zumal die Zustände am Hamburger Kassen-Zeitmarkt auch weiteren Kreisen die Augen über die Schäden des Börsenspiels geöffnet hatte.

Im Verlauf der Tagung der Börsen-Enquetekommission im Jahre 1892 und 1893 zeigte es sich bald, daß der Haß der Gegner des Zeithandels weniger dem Wertpapier- wie dem Warenhandel galt. Die Börsen-Enquetekommission hat sich nicht entschließen können, einem Verbot des Zeithandels in Bergwerks- und Industriepapieren das Wort zu reden. „Die Vorteile[1]) des Geschäfts in deutschen Hütten- und Industriepapieren bestehen in den täglichen Notierungen, die nicht illusorisch sind, bei denen täglich große Summen gekauft und verkauft werden. Diese sind eine Werterhöhung für den, der ein Papier besitzt, das diese Vorteile genießt.“ — „Ich weiß nicht was schlimmer ist[2]), den Terminhandel eindämmen, als wirtschaftliche Vorteile aufgeben, die durch den Zeithandel herbeigeführt werden. Unter diesen Vorteilen ist nicht der geringste, daß eine Unsumme von Umlaufsmitteln erspart wird. Ich bin weit entfernt davon, zu behaupten, daß durch den Zeithandel allein die großen Reserven geschaffen sind, welche z. B. in der Reichsbank liegen. Aber feststehend ist doch: wenn sie heute den Zeithandel aufheben, wird die Reichsbank sehr bald finden, daß die großen Mittel, die jetzt überschüssig sind und dazu führen, daß Handel und Industrie billiges Geld haben, wesentlich eingeschränkt.“ — „Da glaube ich[3]), als Grundsatz wird von allen anerkannt werden, daß der Zeithandel den Interessentenkreis vergrößert, das Niveau der Preisbewegung verbreitert, daß infolgedessen die Preisschwankungen vermindert, daß Schwänzen und dergleichen in höherem Maße vermieden werden als beim Kassengeschäfte und daß eine Einsperrung der Vorräte in sehr geringerem Maße möglich ist als beim Kassengeschäft.“ — Die Vor- und Nachteile des Zeithandels in Industriepapieren bringt der Sachverständige Kopetzky[4]) geschickt zur Anschauung. Er sagt: Inbezug auf Industriepapiere besteht das Bedürfnis, auf Zeit zu handeln, allerdings nicht in gleichem Maße wie bei den Staatspapieren, insbesondere schon aus dem Grunde nicht, weil die Industriewerte, die auf dem deutschen Markt auf Zeit gehandelt werden, fast ausschließlich deutsche Industriepapiere sind. Es sind nur wenige ausländische Industriepapiere hier im Handel. Da entspringt das Bedürfnis aus anderen Gründen und die Vorteile des Terminhandels sind dabei allerdings auch etwas anderer Natur . . . Der Terminhandel gewährt die Möglichkeit, ohne gleich das Geld für die etwa zu kaufenden Papiere zu besitzen oder das Geld für die zu verkaufenden Papiere sogleich in Empfang nehmen zu müssen, ein Geschäft auszuführen. Es ermöglicht eine Spekulation in diesen Papieren, er gibt Interessenten die Möglichkeit, ihrer Meinung, die gut oder schlecht sein kann, in diesen Papieren Ausdruck zu verleihen . . . Es unterliegt kaum einem Zweifel[5]), daß die Meinung, die sich an der Börse ausspricht, nicht bloß die Meinung des Börsenpublikums darstellt, sondern auch die Meinung, die sich im großen Publikum für das betreffende Papier ausspricht, und es ist eine Erfahrung,

1) Börsen-Enquetekommission (B.E.K.), Sachverständiger Salomon, S. 1155.
2) B.E.K., Sachverst. Kämpf, S. 813.
3) B.E.K., Sachverst. Siemens, S. 1932.
4) B.E.K., Sachverst. Kopetzky, S. 77.
5) B.E.K., Derselbe, S. 79.

die, glaube ich, unumstößlich ist, daß in Zeiten, wo das Vertrauen im allgemeinen etwas gedrückt war, es dadurch gestärkt und wachgerufen wird, daß die Börse anfing, sich für dieses oder jenes Papier oder für diesen und jenen Artikel zu interessieren, und hier bitte ich, unter Börse nicht zu verstehen das an der Börse verkehrende, sondern auch das außerhalb der Börse stehende Publikum. — Neben diesen, dem Zeithandel nicht ungünstigen Aussagen, fehlt es auch nicht an mehr oder minder scharfen Angriffen gegen denselben. Christians[1]) will den Zeithandel auf die Fälle beschränkt wissen, wo es sich um tatsächliche Lieferungskäufe handelt oder um Verkäufe aus vorhandenem Besitz. Im übrigen hält er ihn nur im Arbitrageverkehr für berechtigt und zulässig.

Diese Abneigung gegen den Zeithandel ist in weiten Kreisen der Theorie und des Verkehrs vorhanden. Es wird dem Zeithandel der Vorwurf gemacht, daß er unter Benutzung der Leerverkäufe große Preisschwankungen hervorzurufen suche. Bedeutsam ist in diesem Zusammenhange die Stellung, welche die Wissenschaft zu diesen durch abstrakte Forschungen noch nicht geklärten Fragen einnimmt. — „Wenn man die Schwankungen in den Termingeschäften sieht“, sagt der als Theoretiker vor der Börsen-Enquetekommission vernommene Sachverständige Professor Lexis[2]), „so beurteile man sie gewöhnlich für sich allein, sagt also, es kommen da heftige Schwankungen vor. Man muß aber immer die Frage gegenüberstellen: Wie würde es sein, wenn der Terminhandel nicht dagewesen wäre, wenn blos Kassenhandel, Lokohandel stattfände? Würden dann diese Schwankungen nicht vorhanden sein? Ich behaupte im allgemeinen, die Schwankungen würden dann größer sein als jetzt, denn der Terminhandel bewirkt doch im ganzen eine Ausgleichung jener Schwankungen. Es kann vorkommen, daß der Terminhandel in eine schiefe, in eine falsche Richtung geraten ist. Dann erzeugt er stärkere Schwankungen. Wenn also die Spekulation falsch gegangen ist, daß sie meinetwegen ein allgemeines Steigen der Kurse erwartet hat und es trifft nun eine Katastrophe ein, wodurch ein starkes Sinken herbeigeführt wird, also wenn sie sich stark verrechnet hat, dann allerdings werden die Schwankungen durch den Terminhandel noch verstärkt, also wenn die ganze Haussepartei nun mit einem Male zusammenbricht und sich um jeden Preis durch das entgegengesetzte Geschäft decken muß, dann kann möglicherweise eine viel stärkere Oszillation, eine viel stärkere Bewegung entstehen, als es sonst der Fall gewesen wäre. Aber wenn die Bewegung von Anfang an richtig beurteilt wird, dann übt der Terminhandel eine ausgleichende Wirkung, denn es finden sich ja immer entgegengesetzte Operationen aus der Vergangenheit, die in der Gegenwart noch ausgeglichen werden. Wenn z. B. die Bewegung à la hausse ist, so werden sich fortwährend Leute mit Sicherstellung ihres Gewinnes zurückziehen . . .“ „Die Einwirkung[3]) des wirklichen Kapitals und der vorhandenen Papiere und Waren, die unmittelbar auf den Markt geworfen werden, ist eine viel wirksamere als alle Spekulationseinflüsse. Das liegt in der Natur der Sache. Bei jedem Zeitgeschäfte stehen sich ja Leute gegenüber, die weder Geld noch Ware haben und aus nichts wird nichts! Wo soll denn eigentlich eine tatsächliche Wirkung entstehen? Die reelle Wirkung entsteht immer nur dadurch, daß am Anfang oder Ende einer Kette auch reelle Mächte stehen, entweder wirkliches Kapital oder wirkliche Waren, die auf den Markt geworfen werden. Danach kommt

1) B.E.K., Sachverst. Christians, S. 1798.
2) B.E.K., Sachverst. Lexis, S. 3519.
3) B.E.K., Derselbe, S. 3520.

schließlich die Sache zustande, und was dazwischen ist, kann die Bewegung allenfalls etwas verstärken und so gewissermaßen einen Resonanzboden für die Stimmung bilden, aber die eigentlichen Wirkungen entstehen durch das Eingreifen des tatsächlichen Kapitals, und man sieht ja auch, daß die Schwankungen solcher Papiere, die nicht Gegenstand des Terminhandels sind, tatsächlich oft höher sind, als sie überhaupt bei Papieren des Zeithandels vorkommen."

Lehrreich sind die Worte des stellvertretenden Bevollmächtigten zum Bundesrat, Unterstaatssekretär im Reichsamt des Innern, Rothe[1]), anläßlich der Durchberatung des Entwurfes zum Börsengesetze: „Die Meinung, daß das Termingeschäft die Preise drückt, weil ihm die Baissetendenz innewohne, teilte auch der russische Finanzminister in bezug auf den Rubelkurs. Auch er glaubte, in der Berliner Baissespekulation den Gegner zu sehen, der den Rubelkurs herabdrückte unter seinen wahren Wert. Dieser Kurs war im September 1894 in Berlin etwa 219 Mark, und, um ihn zu heben, wurde die Lieferung von Rubelnoten nach Berlin verboten und es gelang dadurch allerdings, für die Oktoberregulierung 1894 den Kurs auf 234 emporzuschnellen. Durch weitere Maßnahmen wurde die Ultimospekulation in Rubelnoten in Berlin unmöglich gemacht. Was ist der Erfolg? Gestern (30. April 1896 der Verf.) wurden hier in Berlin Rubelnoten im Kassenhandel zu 216.45 umgesetzt, also zu noch niedrigerem Preis als im September 1894. Der russische Finanzminister scheint jetzt diesen Kurs dem wahren Wert der Rubelnoten für nicht unangemessen zu halten; denn bei seinem Entwurf der Valutaregulierung hat er den Rubelkurs auf 216 v. H. festgesetzt."

Der Streit der Meinungen über die Einwirkung des Zeithandels auf die Kurshöhe, der mit vieler Schärfe in den Kreisen der gesetzmachenden Körperschaften, des Handels und Gewerbes geführt worden ist, der oft die öffentliche Meinung leidenschaftlich erregt hat, beweist, daß das Wagnis einer exakten Untersuchung dieser Frage nicht zu unterschätzen ist. Wenn nun im folgenden Abschnitt auf eine Lösung dieser Frage hingearbeitet werden soll, so muß zunächst auf die dabei anzuwendende Methode und auf die Einschränkungen hingewiesen werden, die die Voraussetzung dieser Methode bilden.

---

5. Abschnitt.

Die Kursschwankungen der wichtigsten Industrieaktien an der Berliner Börse vor und nach dem Gesetz von 1896.

Die Lösung der gestellten Aufgabe würde ebenso genau wie sicher erreichbar sein, wenn die Preisbewegung der an einigen großen Plätzen zum Zeit- wie auch zum Kassenhandel zugelassenen Werte eine Entwickelung nehme, die eine Abhängigkeit des Kassenpreises vom Terminpreise und umgekehrt so gut wie ganz ausschlösse. Es könnte dann unter gewissen Bedingungen, von denen später zu sprechen sein wird, eine Beobachtungsreihe aufgestellt werden. Die Preisentwickelung wäre anhand der amtlichen Notierungen, etwa der jeweiligen Kursfeststellungen am Sonnabend zu verfolgen. Diese Beobachtungsreihen, für eine hinreichende Anzahl von Vergleichsjahren aufgenommen, müßten Ergeb-

1) Verhandlungen des Reichstages. 81. Sitzung vom 1. Mai 1896.

nisse zeitigen, die für die wünschenswerte Messung hinreichend einwandfrei wären. Doch ist dieser Weg nicht gangbar. Denn der Kassenhandel — das gilt allgemein für das Verhältnis von Zeit- zu Kassenhandel an sämtlichen Börsenplätzen, wo beide Orte des Handels im Verkehr sind — kann nur als ein Füllsel des Handels angesehen werden. Er dient hauptsächlich dazu, die Beträge, die geringer sind als die im Zeithandel üblichen Schlüsse, die sogenannten Spitzen auszuführen und gerät damit dauernd in ein Abhängigkeitsverhältnis zum Zeithandel. In der Regel findet, wenn der Preisunterschied der Kassen- und Zeitnotiz eine „Marge" übrig läßt, zwischen beiden ein Kaufen und Verkaufen hin und her statt, eine Art Arbitrage, die erhebliche Preisunterschiede bis auf ein geringes ausgleicht. An der Berliner Börse schließen sich die Kassenpreise den Zeitnotierungen um $1^1/_2$ Uhr ziemlich eng an.

Ein zweiter Weg der Beweisführung wäre der, bestimmte Papiere vor und nach ihrer Einführung in den Zeithandel unter Beobachtung gewisser Vorsichtsmaßregeln in ihrer Preiskurve zu verfolgen. Dieser Weg weist gegenüber dem ersten den Nachteil auf, daß die Einflüsse, die von außen her durch die allgemeine Wirtschaftslage, Konjunktur, Preisverbände usw. auf die Preisbewegung einwirken und dauernd beträchtlichen Verschiebungen unterliegen, hier besonders störend in Erscheinung treten, da die Zulassung zum Zeithandel selten für mehr als ein oder zwei Papiere zur gleichen Zeit beantragt wird. Diese Störungsfaktoren können in zulässigen Schranken gehalten werden, Vergleichsperioden heranzuziehen, die innerhalb eines kürzeren Zeitraumes der Wirtschaftsentwickelung stehend, keine durchgreifenden Wandelungen der Spekulation, der Kapitalsvermehrung, der allgemeinen Einkommensteigerung aufweisen.

Um den Beweis beizubringen, daß die im Zeithandel befindlichen Papiere eine im allgemeinen gleichmäßigere Gestaltung der Kurse ergeben, oder anders ausgedrückt, daß die Summe der Kursschwankungen in der Beobachtungszeit geringer sind bei Zeit- als bei Kassenpapieren, hat Pfleger[1]) verschiedene Vorschläge gemacht. Es sollte die Kursbewegung derjenigen Papiere, welche bereits vor ihrer Einführung in den Terminhandel Gegenstand einer lebhaften Spekulation waren, graphisch dargestellt werden und zwar für die Zeit vor und nach Bestehen des Terminhandels. Dazu hätte dann noch eine Vergleichung zweier hinsichtlich ihrer Preisgestaltung annährend denselben Konjunkturen unterliegenden, mit annähernd gleichem Grundkapital ausgegebenen Papieren kommen können, von welchem das eine Gegenstand der New Yorker Kassenspekulation, das andere Gegenstand der deutschen Zeitspekulation sei. Was den ersten Teil dieser Vorschläge anlangt, so läßt sich aus der graphischen Darstellung, welche das Auf und Ab eines Papiers über viele Jahre bringen muß, schwerlich ein zahlengetreues Vergleichsschema aufstellen. Das Ergebnis wird schon, an sich betrachtet, unsicher und führt unfehlbar zu Trugschlüssen, falls es nicht gelingt, die Störungsfaktoren nach Möglichkeit auszuschalten. Diese wirken auf das Ergebnis ein entsprechend den verschiedenen Zeitumständen nach bezw. vor Gewährung des Ultimoverkehrs. Was den zweiten Teil der Vorschläge betrifft, so bedürfte dieser zu seiner Ausführung nicht unbeträchtlicher Voruntersuchungen. Die nötigen Voraussetzungen wären nicht gegeben. Es müßten Vorfragen gestellt und gelöst werden, deren Beantwortung Schwierigkeiten unterliegt. Es wäre zu untersuchen, welche Höhe des Grundkapitals der New Yorker Kassenspekulation das Eingreifen unter den gleichen Voraussetzungen erlaubt wie der Berliner Zeitspeku-

1) Pfleger und Geschwindt, Börsenreform, S. 34.

lation. Hier müßte die für die Marktlage Wallstreets bedeutsame Frage der „Schwänzen“ angeschnitten werden. Es müßte vor allem ein Vergleichsmaßstab gefunden werden für die in jedem Lande als üblich zu betrachtenden zulässigen Schwankungen. Die Schwankungen im New Yorker Kassenmarkt sind weit größer als die in Berlin. So z. B. zeigt die Kursbewegung eines von der New Yorker und Londoner Spekulation eifrig gehandelten Papieres, der „Amalgamated Copper Co.“ Pendelungen bis zu beinahe 300 v. H. im Jahresverlauf [1]).

Jahr	1904	1905	1906	1907	1908	1909
Höchster Preis in Dollar	85	114 1/2	121	124 3/8	90 3/4	98 7/8
Geringster „ „ „	44	71 3/4	94 5/8	43 3/8	46 1/4	66 1/2

Hierzu bemerkt der Economist: „The history of the copper market is written pretty plainly in these Amalgamated prices-the boom of 1905—1907, the slump of 1907 and the artificial attempt at recovery last year, when prices where constantly being pushed up in spite of growing production and rising stocks.

Könnten alle Vorfragen zu den Pflegerschen Vorschlägen sachgemäß gelöst werden, so bliebe noch eine übrig, die die gesamten Grundlagen für eine Untersuchung wegen ihrer Unlöslichkeit erschütterte: das ist die Frage nach dem Einfluß der besonderen Neigungen der Spekulation für ein einzelnes Papier oder auch für einen einzelnen Markt. Die Neigungen der Spekulation sind so eigentümlich, so grundverschieden in jedem Lande. Sie wechseln häufig an den einzelnen Börsen überraschend schnell, mehr „der Not gehorchend, nicht dem eigenen Trieb“. Wenn die Spekulation auf einem Markte nach ihrer Ansicht genügende Erfolge eingeheimst hat, so wendet sie sich unter Umständen ganz von ihm ab und er liegt verödet da, um einem andern Platz zu machen.

Aus dem Gesagten wird ersichtlich, daß ein etwaiger Vergleich des Handels zweier verschiedener Papiere an Börsen verschiedener Länder auf unüberwindliche Schwierigkeiten stößt. Sie werden vermieden, wenn die Untersuchung sich auf eine einzige Börse beschränkt. Hier soll die Berliner Börse gewählt werden und zwar in ihrem Zustande einerseits vor der Zeit des Terminhandelsverbotes in Bergwerks- und Industriepapieren, andrerseits zurzeit desselben, also nach dem Inkrafttreten des Börsengesetzes vom 22. Juni 1896 mit dem 1. Januar 1897.

Für die gesetzlich untersagten Termingeschäfte hat der Effektenhandel Ersatzmittel gesucht und gefunden. Er hat den Kassen-Kontoverkehr ausgebildet. Dieses spekulative Kassengeschäft, für welches nach Art des Zeithandels ein Anfangskurs und daneben noch mehrere Notierungen je nach der Geschäftslage durch freie Makler, daher „freier Verkehr“ genannt, festgestellt wurden, gleicht in der Zurechnung bezw. Vergütung der Zinsen völlig dem Kassengeschäft. Neu ist nur, daß der Käufer mit Kontokorrentzinsen bis Monatsende belastet, der Verkäufer erkannt wird. Für die Folge wichtiger als diese Geschäfte sind die sogenannten handelsrechtlichen Lieferungsgeschäfte [2]) geworden, die im Kommissionsverkehr der Banken unter einander sich in der Hauptsache eingebürgert haben. Von dem Terminhandelsverbot wurden in Berlin be-

1) The Economist v. 20. XI. 1909.

2) Vergl. Chr. Knipper, Der Berliner Effektenhandel. Schmollers staats- und sozialwissenschaftliche Forschungen, Bd. XX. Leipzig 1902.

troffen die Werte von sieben Bergwerksunternehmen, nämlich 1) Konsolidation A.-G. in Schalke, 2) Bochumer Gußstahlverein, 3) Dortmunder Union, 4) Gelsenkirchener Bergwerks-A.-G., 5) Harpener Bergbau-Gesellschaft, 6) Hibernia, Kohlenbergbau A.-G. in Herne, 7) Vereinigte Königs- und Laurahütte, sowie zwei Fabrikunternehmen. In den Aktien der „Konsolidation" mußte der Zeithandel auch in der Gegenwart eingestellt bleiben, da die Gesellschaft nicht über zwanzig Millionen Mark Aktien-Nennkapital verfügt, das Mindestmaß für die Zulassung zum Zeithandel[1]) auch seit Erlaß der Börsennovelle vom Jahre 1908 (§ 50 des Börsengesetzes).

Die Einwirkung des Terminhandels auf die Gestaltung des Preises könnte nun geprüft werden, indem man die Kurse für ein Bergwerkspapier in einer Reihe von Jahren vor und während des Terminhandelsverbotes beobachtete. Allein hier erheben sich dieselben Bedenken, die dazu zwingen, von einer Preisvergleichung von Börsenplätzen verschiedener Länder Abstand zu nehmen. Diese Bedenken erfahren aber eine erhebliche Einschränkung, wenn die Vergleichsjahre so gewählt werden, daß sie in der Zeitfolge einander naheliegen und die Untersuchung gleichzeitig auf mehrere Papiere bezogen wird, die von dem Terminhandelsverbot betroffen wurden. So lassen sich die Einwirkungen des allgemeinen wirtschaftlichen Fortschritts nach Möglichkeit beschränken.

Für die Zwecke dieser Untersuchung eignen sich die zwei Jahrfünfte 1888—1892 und 1899—1903 recht gut. Das letzte Jahrfünft fällt in die Zeit des Terminhandelsverbots. Die zwei Vergleichsperioden haben in der Hauptsache den gleichen kennzeichnenden Verlauf. Ja, die drei ersten Jahre zeigen Anlauf und rasche Entwickelung bis zum Höhepunkt der Konjunktur. Die Jahre 1889 und 1900 wiesen, was die wirtschaftliche und Börsenlage anlangt, viele Uebereinstimmungen auf. Während aber im Jahre 1891 bereits der Anfang einer Periode größerer Geldflüssigkeit einsetzte, war im Jahre 1901 die Rückkehr zu normalen Zuständen durch die Zahlungseinstellungen zweier nicht unbedeutender Banken behindert.

Um nun für diese zwei Fünfjahrsabschnitte einen Maßstab für die statistische Messung zu gewinnen, wurden für diese Zeit die Sonnabend-Notierungen von 33 bezw. 34 Aktienwerten ermittelt, die sich an der Berliner Börse einer lebhaften Nachfrage erfreuten (s. Zahlentafel 1 und 3). Die betrachteten Aktienwerte setzen sich zusammen aus den schon unter 2—7 genannten Aktien, die durch das Terminverbot betroffen wurden; weiter sind herangezogen acht Unternehmungen der Berg- und Hüttenindustrie, die nur im Kassenhandel gestanden haben, je ein Werk des Kali- und Zinkbergbaues, dann die vier sogenannten „D" Großbanken (Darmstädter, Deutsche, Diskonto, Dresdener), zwei Eisenbahnen, einer Kleinbahn, zweier Schiffahrtsunternehmen und endlich acht (in der letzten Periode neun) Industriewerte. Von diesen Aktienwerten standen die vier Großbanken und die zwei Eisenbahnen während der gesamten Dauer der Beobachtung im Zeit-

1) Die auf Zeit gehandelten Werte verteilen sich an der Berliner Börse wie folgt:

	Renten		Lose	Noten	Bankpapiere	Industrie-Aktien	Eisenbahnwerte	Klein- und Straßenbahnen	Schiffahrtsgesellschaften
	inländische	ausländische							
Ende 1892	2	19	1	2	12	11	26	—	—
Ende 1909	3	18	1	1	14	17	16	4	3

handel. Die beiden Schiffahrtswerte wurden erst 1889 in Berlin zum Zeithandel zugelassen. Die Kassenwerte sind lediglich des Vergleiches halber in Betracht gezogen. Zunächst wurden für sämtliche Werte die Unterschiede von Sonnabend zu Sonnabend gebildet. Hierzu war es erforderlich, für die Zeitwerte einen Einheitspreis in Rechnung zu setzen. Als solcher wurde entweder der betreffende Kassenkurs angesehen oder mangels eines solchen der Mittelpreis mehrerer Noticrungen im Zeithandel bezw. im freien Verkehr einer Sonnabendbörse gebildet. Dieses Verfahren wird für zulässig zu erachten sein nach den Ausführungen, die im dritten Abschnitt dieser Arbeit über die Bildung des Einheitspreises gegeben sind. Der Einheitspreis war dadurch gekennzeichnet, daß in ihm die Tagesschwankungen künstlich zum Erliegen kommen durch die Art der Feststellung. Die Preisspannung ist vorhanden, sie erscheint jedoch nicht dem Auge des Laien. Die zu einem Monat gehörenden vier bis fünf Unterschiede von Sonnabend zu Sonnabend ergaben, dem absoluten Wert nach gerechnet und wiederum durch die Zahl 4 bezw. 5 geteilt, einen Wert, der die Monatsschwankung genannt werde.

Nach diesem Verfahren wurden für die Zeit der zwei Jahrfünfte für sämtliche untersuchten Werte auf der Zahlentafel 1 die höchsten und geringsten Monatsschwankungen sowie die durchschnittlichen Monatsschwankungen zusammengestellt. Bei den Terminwerten sind auffällig die hohen Werte für die größten Monatsschwankungen in den Jahren 1889 und 1890. Diese Periode der Ueberspekulation ist gekennzeichnet durch das Eingreifen der Außenseiter, die großenteils weder über Urteil noch über Kapital verfügen und die Börsenbewegung übertrieben wie auch in den beiden genannten Jahren. Die größten Monatsschwankungen[1]) bei den Terminwerten des Bergwerksmarktes überhaupt zeigt der März 1890, in dem die Abwärtsbewegung bereits anhebt. Aus der Kursentwickelung der sechs Terminwerte in den Jahren 1888—1890 wird ersichtlich, daß die Baissepartei zwar einigemal einen Ansturm versuchte, aber mit Verlusten den Rückzug antreten mußte. Im Jahre 1889 erreicht der Kursaufschlag die stattliche Höhe (vergl. auch Zahlentafel 2) von rund 200 v. H. bei Harpener-, rund 104 v. H. bei Hibernia-, rund 80 v. H. bei Bochumer Gußstahl-Aktien. Die Spekulation, durch ihre Erfolge im Kassenmarkt berauscht, hatte das Feld ihrer Tätigkeit in den Zeitmarkt verlegt. Bei den hier zum Vergleich herangezogenen Kassenpapieren des Bergwerks- und Industriemarktes ist eine erheblich geringere Preisheraufsetzung im Jahre 1889 zu verzeichnen (Zahlentafel 2). Trotz dieser den Terminpapieren an sich nicht günstigen Verhältnisse sind die durchschnittlichen Monatsschwankungen bei einzelnen Kassenwerten eben so groß, oder nur wenig geringer, als bei den Zeitwerten.

Aus den bereits erwähnten Tatsachen heraus ist im Jahre 1890 der Wert 7.68 für Harpener und 5.16 für Hibernia als durchschnittliche Monatsschwankung zwar vergleichsweise ein erheblicher, doch zeigen sich auch bei den Werten des Kassenhandels Zahlen, die nicht weit darunter bleiben. Beim Kölner Bergwerk ist die entsprechende Zahl 4.47, bei Schwartzkopf Maschinen 4.64. Bei dieser Gesellschaft betrug die entsprechende Zahl im Jahre 1888 sogar 8.48, ein Wert, der in der ganzen Tafel nur einmal übertroffen wird. In den Jahren rückläufiger Konjunktur, 1891 und 1892, findet man die größten Monatsschwankungen bei den Zeitwerten erheblich kleiner als bei den Kassenwerten. Es versteht sich von selbst, daß in diesen Vergleich die Werte der Banken und Eisenbahngesellschaften nicht einzubeziehen sind. Die Erträgnisse und die Kursbildung dieser Werte sind viel beständiger.

---

1) Die Zahlentafeln, welche sämtliche Monatsschwankungen zeigen, sind nicht zum Abdruck gelangt.

Will man den Gründen nachgehen, welche die spekulativen Bewegungen ausgangs der achtziger Jahre in ein so stürmisches Maß versetzte, so zeigt ein Blick auf die Zahlentafel 4, welche nach der Arbeit von Wagon[1]) aufgestellt ist, daß die Rente der Industriewerte stark gestiegen ist. Wagon berücksichtigt in seiner Arbeit allerdings nur Gesellschaften mit größerem Kapital. Vergleicht man in dieser Tafel die Jahre 1890 und 1900, so ist die Beständigkeit der Ertragshöhe besonders bemerkenswert bei dem Kohlengewerbe. Die Durchschnittsdividende hob sich hier nur von 13.8 auf 14.6 v. H., während sie im gleichen Zeitraum für die chemische Industrie sogar ungünstiger wurde. Mit wenigen Worten soll hier der Einflüsse gedacht werden, die die Preisverbände auf die Erträgnisse auszuüben vermögen. Während einer rückläufigen Konjunktur fällt ihnen die Aufgabe zu, bei verringerter Nachfrage das Angebot einzuschränken, um Preiserschütterungen vorzubeugen. Sie stellen sozusagen unabhängig von der Gestaltung der allgemeinen Wirtschaftslage das Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage her. Sie sichern den Werten auch zuzeiten des Niederganges eine Rentabilität. So ist der Einfluß der Preisverbände von erheblicher Tragweite und darf bei dem hier angestellten Vergleich der zwei Perioden 1888—1892 und 1899—1903 keineswegs unterschätzt werden.

Für die Einwirkung des Zeithandelsverbotes während der Jahre 1899—1903 ist es kennzeichnend, daß zwar nicht so erhebliche große Monatsschwankungen auftreten bei den durch das Verbot betroffenen Werten, wie in den Jahren 1899 und 1900, daß aber bei allen anderen Vergleichswerten die größten Monatsschwankungen erheblich größer geworden sind, wie bei den sechs ehemaligen Terminwerten. Bei diesen selbst sind die Monats-Durchschnittsschwankungen eben so groß, wie im ersten Jahrfünft. Was die größten Monatsschwankungen, sowie die Durchschnitts-Monatsschwankungen der übrigen in Betracht gezogenen Bergwerks- und Industriepapiere anlangt, so sind diese im Vergleich zu den sechs durch das Terminverbot betroffenen Werten größer geworden. Es ist also durch das Börsengesetz die Spekulation mehr und mehr zur Betätigung spekulativer Kassenkäufe veranlaßt worden. Hieran hat auch die Ueberflutung der Berliner Börse mit Industriewerten in den neunziger Jahren des vorigen Jahrhunderts wenig geändert.

Industriepapiere an der Berliner Börse.

Bezeichnung	1870	1880	1890	1900	1901
Industrie-Aktien	9	36	261	629	612
Schiffahrts-Aktien	—	—	6	14	14
Deutsche Klein- und Straßenbahn-Aktien	—	—	—	39	39
Bank-Aktien	43	98	113	134	135

Diese kleine Zahlentafel zeigt die starke Vermehrung der in der Zeit 1890—1900 dem Berliner Markt zugeführten Industriewerte, die Zahl derselben hat sich reichlich verdoppelt, der Kapitalwert ist um ein Vielfaches gestiegen. Mächtige Preisverbände haben für wachsende Stetigkeit der Erträgnisse der schweren Industrie Sorge getragen. Betrachtet man in der Zahlentafel 1 im Anhang die durschnittlichen Monatsschwankungen

1) E. Wagon, Die finanzielle Entwickelung der deutschen Aktiengesellschaften. Jena 1903.

in den Jahren 1899—1902, so machen sich zumal bei den Kassenpapieren des Hüttengewerbes große Werte bemerkbar, z. B. für das Jahr 1899 Bismarckhütte mit 6.09, Kölner Bergwerk 6.62, Rhein-Nassau-Bergwerk 6.81. Auch die betreffenden Zahlen für das Jahr 1903 bezeugen nur den wenig günstigen Einfluß des Börsengesetzes von 1896. Betrachtet man noch die für die Aktien der deutschen Gas-Glühlicht-Aktiengesellschaft sich ergebenden größten Monatsschwankungen, so überraschen hier Werte, wie wir sie bislang noch nicht beobachtet haben. Für die Jahre 1900—1902 findet man: 56,75, 32,62, 23,—; die Zahlen besagen mehr als Bände, welche über die spekulativen Machenschaften einiger Emissions-Bankiers geschrieben werden könnten.

Immer wieder tritt in Erscheinung, daß mit dem Erwerb der Aktien kleinerer Gesellschaften, die von der Willkür eines Einzelnen abhängig sind, schwere Gefahren für die Anleger verbunden sein können. Anders bei den großen Werken, wo der Zeithandel die Rolle eines Aufsehers übernommen hat. Die Spekulanten sehen sich veranlaßt, die Aussichten und Erfolge der gegenwärtigen Wirtschaftsentwickelung ins Auge zu fassen. Je mehr geschulte Kräfte an dieser Berechnung teilhaben, um so treffender kann und wird sie sein. So wird es erklärlich, daß durch das beständige Eingreifen und die rege Beteiligung so vieler wachsamer Köpfe die starken Bewegungen im Zeithandel sich in kleine unaufhörliche Schwankungen zerteilen. So können große Beträge gehandelt werden, ohne die Kurshöhe merklich zu erschüttern. Bei jedem Geschäft stehen ja einander Käufer und Verkäufer als Händler mit entgegengesetzter Ansicht gegenüber. Bei ungünstigen Aussichten über die wirtschaftliche Lage kommen die Leerverkäufer an den Markt und üben zunächst einen Preisdruck aus. Aber da sie sich später eindecken müssen, treten sie nun als Käufer auf und jetzt macht ihnen der Markt die Preise. So hebt sich der Preis wiederum. Das Dékuvert trägt seinerseits dazu bei, die Entwertung aufzuhalten und erzeugt die stetigen kleinen Schwankungen auch zuzeiten widriger Aussichten für das Gedeihen des Wirtschaftskörpers, wenn auf dem Kassenmarkt schon bei geringem Angebot erheblich schwanken, da Käufer nicht vorhanden sind.

Nicht selten treten in den Aktien kleinerer Gesellschaften Kursbewegungen ein, deren Ursache den zufälligen Erwerbern unbekannt ist. Einige wenige Eingeweihte nutzen zum Nachteil der Gesamtheit die Möglichkeiten aus, über welche sie vorweg unterrichtet sind. Ueber die Bewährung gewerblicher Unternehmen (also mit Ausschluß der Eisenbahnen und Banken), deren Aktien von 1884—1894 an der Berliner Börse zugelassen wurden, hat Christians eine Zahlenreihe bekannt gegeben. Er teilt die Gesellschaften in vier Klassen ein.

1. Klasse	2. Kapital in Millionen Mark	3. Durchschnittl. Dividende aller Gesellsch. in der Klasse	4. Unter den Nennwert zurückgegangen	5. Vorübergehend erträgnislos	6. Kapitals-zusammenlegung oder Zuzahlung
1	1	6.45	18 v. 23 Gesellsch. = 78 v. H.	48 v. H.	16 v. H.
2	mehr als 1—2	7.58	42 „ 70 „ = 60 „ „	25 „ „	14 „ „
3	„ „ 2—3	6.84	10 „ 23 „ = 43.5 „ „	33 „ „	4 „ „
4	„ „ 3	7.50	17 „ 36 „ = 47 „ „	25 „ „	6.5 „ „

Wenn auch Christians den Fehler beging, die Durchschnittsdividende aus der Zahl der Gesellschaften zu bestimmen, statt aus dem jeweils eingezahlten Gesamtkapital, so

ist doch der Beweis erbracht, daß die kleineren Gesellschaften durch den Niedergang der Konjunktur 1890—1894 weitaus härter betroffen werden, als die größeren. Außerordentlich ungünstig schneiden die ganz kleinen Gesellschaften ab. 16 aufs Hundert sind genötigt, um lebensfähig zu bleiben, einschneidende Kapitalsmaßnahmen vorzunehmen.

Greifen wir noch einmal auf die Zahlentafel 1 im Anhang zurück. Da die dort zugezogenen acht Vergleichswerte (26—33) aus dem Kassenindustriemarkte sämtlich gut fundierte und geleitete Unternehmen sind, so muß sich das Zahlenbild zugunsten der Ultimowerte verschieben. Für die ausgleichende Wirkung des Zeithandels muß ein Vergleich der größten und geringsten Monatsschwankungen der zwei Vergleichsperioden sprechen. Nicht außer Betracht zu lassen sind aber auch die Erschwerungen im Börsenverkehr, die im Jahre 1900 das Gesetz über die Erhöhung des Emissionsstempels und des Umsatzstempels auf Wertpapiere gebracht hat. Die Tagesspekulation wurde vielfach eingeschränkt. „Ihre Aufgabe war es, bei Angebot und Nachfrage ausgleichend einzugreifen. Bei großer Nachfrage gaben sie Material her, um bei starkem Angebot solches aufzunehmen. Dadurch wurden rein zufällige Schwankungen, wie sie an der Börse sonst oft vorkommen, ausgeglichen und im ganzen die Kursbewegung eine beständigere.“

Wie läßt sich nun die ausgleichende Wirkung des Zeithandels erklären? Da er die breiteste Form des Handels ist, mußte die Spekulation ihn sich zunutze machen. Die Spekulation, an welcher zahlreiche Anleger, die über die notwendige Befähigung verfügen, teilnehmen, erforscht die zukünftige Ertragsfähigkeit[2]) eines Unternehmens

1) Alfred Meyer, Die deutschen Börsensteuern 1891—1900. Stuttgart 1902. S. 68.

2) Wieweit die Börse den Ereignissen voraneilt, zeigt eine Zusammenstellung des Finanzschriftstellers A. Norden, die den Preis der Aktien des Bochumer Gußstahlvereins und des Halbzeuges während der Jahre 1904—1910 in Vergleich zieht.

Jahr	Ende des Monats	Bochumer Gußstahl in v. H.	Rohblockpreis in Mark für die Tonne	Jahr	Ende des Monats	Bochumer Gußstahl in v. H.	Rohblockpreis in Mark für die Tonne
1904	Juli	201		1907	Mai	226	
	September	210	77.50		Juli	207	97.50
	November	231			September	211	
					Oktober	196	
1905	Januar	239					
	März	246		1908	Januar	198	
	Mai	242			März	204	87.50
	Juli	251	77.50		Mai	215	
	September	260			Juli	218	
	November	247			September	226	
					November	216	
1906	Januar	249	77.50				
	März	247		1909	Januar	220	
	Mai	263			März	219	
	Juli	243	82.50		Mai	228	82.50
	September	244			Juli	235	
	November	239	87.50		September	257	
					November	248	
1907	Januar	245	92.50				
	März	222		1910	Januar	248	

Im Jahre 1904 waren ungünstige Momente in der Berg- und Hüttenindustrie vorherrschend. Der Versand des Stahlwerksverbandes vom Juli 1904 bis März 1905 war niedrig, aber trotzdem verfolgen die Kurse eine Aufwärtsbewegung. Als die März- und Aprilausweise eine lebhaftere Versandtätigkeit kennzeichnen,

bezw. die Zahlungsfähigkeit eines Staates, einer öffentlich-rechtlichen Gemeinschaft. Während die Anleger noch nicht im geringsten Veranlassung nehmen, ihren Besitz bezüglich einer möglichen Aenderung des Erträgnisses zu werten, erzeugen die Spekulanten bereits eine Aenderung im Verhältnis von Nachfrage und Angebot. Die unauffällig beginnende und stärker werdende Verschiebung der Preishöhe macht die Anleger aufmerksam. Erst wenn diese mit der Macht des wirklichen Kapitals eingreifen, entstehen die eigentlichen großen Bewegungen, während die bisherigen geringeren Veränderungen, gewissermaßen das Vorgeplänkel, von den Spekulanten ausgingen. So leitet die Spekulation die Bewegungen ein und spornt damit die Wachsamkeit der sorglosen Anleger an. Das Ziel der Spekulation, Ertragsfähigkeit und Preishöhe in Uebereinstimmung zu bringen, würde in der Mehrzahl der Fälle in vollkommener Weise erreicht werden, wenn die Mitläufer nicht die Preisbewegung nach oben und unten übertrieben.

Die Spekulation hat die Rolle der Mahnerin. Wie sie Gelegenheit nimmt anzutreiben, so muß sie auch warnen. Bei rückläufiger Konjunktur stiftet sie durch die Gleichmäßigkeit der Kurssenkung einen nicht unerheblichen Nutzen, indem sie die schroffe Kurve des steilen Abfalls in einen durch zahlreiche kleine Erhebungen und Senkungen ausgezeichneten Linienzug überführt. Den Leerverkäufern, die zuerst den Markt beunruhigen, dankt dieser nicht wenig seine Bereitschaft. Die Leerverkäufer übernehmen aus den Händen der Anleger die massenhaft auf den Markt geworfenen Papiere und geben sie den in ihren Berechnungen getäuschten Gegnern. Die Mißbräuche, die mit dem Zeithandel in Verbindung gebracht werden, betreffen ebenso sehr den Kassenhandel. Auch in diesem macht sich die Unerfahrenheit bemerkbar, wenn der Spekulant die Aussichten des Markts und seine eigenen Mittel falsch einschätzt. Doch werden die Verluste im allgemeinen geringere bleiben, weil auf dem Kassenmarkt meist geringere Beträge gehandelt werden. Weit gefahrvoller als ein falsch gedeutetes Zukunftsbild ist das Eingehen von Verpflichtungen, deren Verlustumfang das eigene Vermögen um ein Vielfaches übertrifft. Allerdings verleitet die technische Ausgestaltung des Zeithandels leichter dazu, solche Verpflichtungen einzugehen. Doch sollten die unmittelbaren Nachteile nicht dazu herhalten, die mittelbaren erheblichen Vorzüge des Zeithandels für die Preisbildung gering zu schätzen.

In neuerer Zeit haben mächtige Preisverbände zwar die Erträgnisse der Industrie gleichmäßiger gestaltet (s. Zahlentafel 2 und 3). Ein rückwirkender Einfluß auf die Preiskurve der Effekten konnte nicht ausbleiben und es scheint im allgemeinen die Beständigkeit der Kurse im Aufsteigen zu sein. Nichtsdestoweniger wird auch in Zukunft die Einwirkung der Spekulation auf die Börsen unentbehrlich sein.

Wie wenig die Gegner des Zeithandels mit dem Verbot des Terminhandels in Bergwerks- und Industriewerten tatsächlich erreicht haben, lehrt nicht minder deutlich wie Tafel 1 die Zahlentafel 5, auf welcher die Preisunterschiede zwischen höchstem und niedrigstem Kurs von je fünf Jahren vor und nach Inkrafttreten des Börsengesetzes verzeichnet sind. Diese Zahlentafel bestätigt nur die Ergebnisse dieser Abhandlung.

---

wird das Zeitmaß des Kursaufstiegs minder lebhaft und als 1906 der Stahlwerksverband dreimal die Preise für Halbzeug hinaufsetzt, schlagen die Kurse der Bochumer Gußstahl-Aktien eine weichende Richtung ein, die bis in das Jahr 1908 hinein währt, obwohl der Stahlwerksverband gerade 1907 bessere Preise für das Halbzeug hatte durchsetzen können. Mitte 1908, wie gerade der wirtschaftliche Rückgang sich am schärfsten fühlbar gemacht hatte, begannen die Kurse zu steigen, während die Industrie noch ein ganzes Jahr auf dem Tiefpunkt verharrte.

Die Preisunterschiede zwischen höchstem und niedrigstem Kurs während eines Jahres haben bei den durch das Terminverbot betroffenen Werten nicht abgenommen zurzeit des Verbotes. Die übrigen im Kassenhandel stehenden Werte sind ungünstiger in der Preisbewegung. Bei der Phönix A.-G. für Bergbau und Hüttenbetrieb findet sich der Wert 114.85 % im Jahre 1900, bei dem Kölner Bergwerk für 1899, 1900 und 1903 bezw. 172 %, 176,50 % und 114,50 %. Aehnlich ungünstige Werte finden sich bei der Rhein-Nassau A.-G. für Blei- und Zinkindustrie, deren Erträgnisse mit den von dem Londoner Markt stark abhängigen Preisen für Metalle beträchtlichen Schwankungen unterliegen. Jedoch auch reine Kohlenbergbau-Gesellschaften, wie die Kölner Bergwerksgesellschaft, stehen im Verlauf der Jahre nach Erlaß des Börsengesetzes erheblich ungünstiger da, als vor dem Jahre 1896. Auch hier erweisen die Zahlen die Tatsache großer Schwankungen unter Zutun der Spekulation, die aus ihrer Domäne herausgedrängt, sich auf den Kassenmarkt begab.

Die Meinung der Gesetzgeber, daß das Börsengesetz die Spekulation in Industriewerten erheblich einschränken werde, hat sich nicht erfüllt. Statt dessen sind, da die Kontremine ausgeschaltet war, die Schwankungen zum Nachteil der ruhigen Anleger auf dem Markte der Industriewerte erheblich gewachsen. Bei den durch das Terminhandelsverbot betroffenen Werten sind die Schwankungen auch nicht geringer geworden. Nimmt man hinzu, daß durch das Börsengesetz in die Begriffe von Treu und Glauben arge Verwirrung gebracht ist, so darf man nicht wundernehmen ob der schweren Schäden, die das Börsengesetz den deutschen Börsen zum Vorteil der großen ausländischen Plätze gebracht hat. So betrugen die Arbitragerückvergütungen 1894/95 110000 Mark und 1895/96 127000 Mark, dagegen im Jahre 1901/02 nur 50000 Mark. Diese Zahlen erhalten ihre Bestätigung durch die Angaben [1]) einer Anzahl von Banken an den Hauptbörsenplätzen, wonach deren Umsatz im Arbitrageverkehr von 938 Millionen Mark im Jahre 1893 auf 326 im Jahre 1902 zurückging. Dem entsprechend gingen die aus dem Ausland empfangenen Maklerlöhne und Provisionen zurück, während sich nach den Angaben einer Reihe von Aktienbanken der drei Hauptbörsenplätze Berlin, Frankfurt und Hamburg die an das Ausland zu zahlenden Kurtagen seit 1893 verdoppelt, die Provisionen verneunfacht hatten. Für die durch das Börsengesetz geschaffene Marktlage war es bezeichnend, daß nach Angabe von 149 Banken diese für sich und ihre Kunden Ende 1893 153 Millionen, Ende 1902 aber 454 Millionen Wertpapiere im Ausland hinterlegt hatten. Außerdem hatten 18 der größten deutschen Banken und Bankhäuser für eigene und fremde Rechnung Ende 1893 Wertpapiere im Betrage von 136 Millionen an ausländischen Niederlegungsstellen liegen, Ende 1902 aber bereits 608. Die ausländischen Depôts dieser 18 Anstalten sind also in 9 Jahren um das 4½fache gewachsen. Es erübrigt sich der Hinweis, daß durch die Verdrängung der Geschäfte ins Ausland auch die Einnahmen des Staates getroffen wurden.

Das deutsche Börsengesetz mitsamt den sich aus ihnen ableitenden Folgeerscheinungen hat zur genüge gezeigt, daß der Staat wohl Gesetzesvorschriften zur Abstellung der Spekulation erlassen kann, daß aber die Wirkung dieser Gesetzgebung falsch eingeschätzt wurde. Statt die Spekulation auszumerzen, wurden die ernstlichen Anleger getroffen und die berechtigte Spekulation, deren die Börse zur steten Bereitschaft ebenso

---

1) Vergl. Denkschrift des Centralverbandes der deutschen Banken und des Bankiergewerbes anläßlich der Vorlage der Börsengesetznovelle 1904.

wenig entraten kann, wie des wirklich vorhandenen und seinen Weg zur Börse nehmenden Kapitals der Anleger —, wurde in das Ausland gedrängt und stark entmutigt. Für den Staat aber bedeutet eine starke Börse den Born der wirtschaftlichen Entfaltung und Kraft in Kriegs- und Friedenszeiten und eine nicht leicht versiegende Quelle von Gefällen, falls die Steuerschraube nicht allzu stark angezogen wird. Macht und Ansehen des Staates stützen und mehren, seinen Kredit mit Erfolg heben können Börse und Spekulation nur, solange ihnen selbst die unentbehrliche Freiheit in der Form der Geschäftsführung nicht künstlich beschnitten wird.

Lebenslauf.

Am 28. Januar 1878 wurde ich, Johannes Karl Wolffheim, in Berlin geboren. Ich besuchte von Michaelis 1885 bis Michaelis 1889 das Luisenstädtische Gymnasium in Berlin, sodann das Wilhelmsgymnasium daselbst, das ich August 1899 mit dem Zeugnis der Reife verließ.

Bis zum Herbst 1900 arbeitete ich als Eleve des Maschinenbaufaches und bezog sodann die Kgl. Technische Hochschule Charlottenburg. Daselbst bestand ich nach vier Halbjahren die Vorprüfung, nach weiteren sechs die Hauptprüfung als Diplom-Ingenieur des Maschinenbaufaches. Nachdem ich in Bremen, Dresden und Berlin als Ingenieur im Konstruktionsbüro, in der Werkstatt und im Prüffeld Dienste geleistet hatte, bezog ich im Juni 1908 die Universität Göttingen, um (vier Halbjahre) Staats- und Rechtswissenschaften, Mathematik und Naturwissenschaften zu betreiben.

Meine Lehrer in Göttingen waren die Herren Professoren: Beyerle, Bousset, Cohn, Cramer, Ehrenberg, Fischer, v. Hippel, Lexis, Riecke, Runge, Simon und Voigt, sowie die Herren Dozenten: Albano, Freiberg und Levin.

Am 29. April 1910 bestand ich die Doktorprüfung, nachdem ich bei der philosophischen Fakultät der Universität Göttingen auf Grund vorstehender Abhandlung die Zulassung erwirkt hatte.

Meinem hochverehrten Lehrer, Herrn Geh. Ober-Reg.-Rat. Prof. Dr. Lexis auch an dieser Stelle meinen aufrichtigen Dank abzustatten, nehme ich gern Veranlassung.

ANLAGEN

zu der Abhandlung

„Der Einfluss des Zeithandels auf die Preisgestaltung des Berliner Aktienmarktes“.

5 Tafeln.

Zahlen-

Höchste und geringste

	1. Bochumer Gußstahl	2. Dorsten. Union	3. Gelsen-kirchen	4. Harpener	5. Hibernia	6. Laura-hütte	7. Phönix	8. Rhein. Stahlwerk	9. Bismarck-hütte	10. Donners-mark	11. Esch-weiler	12. Hagener Guß	13. Kölner Bergwerk	14. Oberschles. Eisenbahn-bedarf	15. Rhein-Nassau-Bergwerk	16. Weste-regeln	17. Darm-städter
1888	3.41	4.31	3.25	5.00	4.51	3.81	2.90	7.56	5.62	2.85	3.18	5.28	2.72	3.20	4.02	4.80	2.83
	0.77	0.90	0.30	0.86	0.94	1.19	0.74	0.43	0.61	0.30	0.68	0.62	0.62	0.88	0.56	0.49	0.57
1889	11.37	4.69	7.04	13.50	5.57	3.39	6.59	4.17	5.76	2.66	6.25	6.86	7.69	3.75	5.00	3.90	3.70
	1.22	0.57	1.22	2.11	1.34	0.42	0.72	0.84	1.56	0.19	0.81	1.19	1.00	0.57	1.20	0.66	0.90
1890	15.02	5.68	16.69	16.30	12.91	7.94	7.62	5.37	7.19	4.92	4.92	6.84	8.06	3.56	3.36	6.45	3.10
	0.85	1.10	0.89	1.27	0.47	1.35	0.46	0.65	0.77	0.25	0.99	0.74	1.50	0.64	1.02	0.60	0.26
1891	4.94	2.70	4.50	4.73	4.80	2.30	2.51	3.64	4.88	7.10	5.05	3.15	5.65	2.83	2.60	22.94	2.40
	0.70	0.76	0.56	1.15	1.10	0.78	0.83	0.27	0.79	0.57	0.70	0.31	0.81	0.60	0.56	0.21	0.57
1892	7.26	2.92	3.34	3.44	5.14	2.82	2.54	5.95	5.15	3.77	3.75	2.79	8.46	5.22	3.91	6.75	2.89
	1.00	0.60	0.86	1.37	0.80	1.00	0.16	1.06	0.56	0.15	1.32	0.75	0.52	0.45	0.25	0.32	0.72

Höchste und geringste

	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.	13.	14.	15.	16.	17.
1899	7.64	5.17	5.65	7.57	5.54	6.94	5.20	9.00	18.00	9.77	7.80	3.15	12.85	4.84	10.25	4.69	1.12
	0.87	0.65	1.17	1.05	1.12	1.18	0.70	1.45	0.87	1.40	1.19	0.94	1.85	0.40	2.31	0.82	0.33
1900	6.83	4.88	7.21	6.71	8.45	9.15	8.47	7.35	11.27	6.81	12.30	8.62	16.87	6.56	8.27	4.20	1.97
	1.57	1.16	1.35	1.54	2.81	2.53	1.65	1.36	2.50	3.43	2.00	0.71	3.50	1.82	2.00	1.43	0.55
1901	5.52	3.72	3.24	6.89	3.84	6.94	5.88	5.50	7.19	5.50	11.25	6.87	10.00	6.97	5.40	5.62	3.07
	1.30	0.59	1.59	1.72	1.51	1.22	1.52	1.75	1.43	1.57	1.36	1.32	4.12	0.65	1.22	1.00	0.59
1902	3.47	4.52	3.38	2.94	4.07	3.87	9.37	4.00	8.94	3.80	8.94	6.62	8.50	4.41	3.77	5.56	1.90
	1.02	0.50	1.04	0.36	0.92	1.05	0.45	0.44	0.37	0.42	0.52	0.72	2.06	0.46	0.72	0.60	0.46
1903	3.26	3.09	3.24	5.29	4.36	4.03	3.45	3.04	4.13	4.25	8.35	4.06	8.55	3.50	7.11	4.96	2.10
	1.12	0.41	0.99	1.32	0.60	0.72	1.12	1.01	1.19	0.69	1.10	0.52	1.25	0.65	1.15	0.85	0.20

Durchschnittliche Monatsschwankungen

	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.	13.	14.	15.	16.	17.
1888	2.04	1.81	1.76	2.37	1.87	1.73	1.38	2.58	2.65	1.38	1.86	1.82	1.51	2.20	2.17	1.73	1.49
1889	3.18	2.34	3.78	5.82	4.09	2.49	2.32	2.44	2.74	1.53	2.82	2.83	3.99	2.16	2.47	1.67	1.99
1890	3.54	2.78	4.44	7.68	5.16	2.77	2.12	2.71	3.27	1.92	3.26	2.60	4.47	1.79	2.12	2.11	1.67
1891	2.37	1.62	2.39	3.15	2.80	1.63	1.55	1.56	2.06	1.43	2.34	1.73	2.55	1.27	1.54	3.27	1.47
1892	2.79	1.59	1.62	2.32	2.11	1.80	1.03	2.37	2.09	1.53	2.08	1.31	2.38	1.88	1.48	2.03	1.55
1899	3.32	2.68	2 53	2.55	2.64	2.98	2.84	3.89	6.09	3.38	4.42	2.41	6.62	1.79	6.81	2.28	0.68
1900	4.28	2.76	4.26	4.27	4.69	5.08	4.55	4.40	5.66	5.39	6.41	3.50	8.55	3.11	4.62	2.36	1.25
1901	2.86	1.88	2.42	2.86	2.53	2.72	3.16	3.07	3.63	2.91	3.69	2.67	5.99	2.15	3.38	2.47	1.25
1902	2.21	1.59	1.81	1.83	2.21	2.26	2.67	1.75	3.10	1.80	2.86	2.54	4.30	2.31	1.83	2.81	1.00
1903	2.06	1.34	1.91	2.06	2.16	2.07	2.12	2.20	2.17	1.86	3.06	1.18	4.23	1.61	4.16	2.65	0.79

Tafel 1.

Monatsschwankungen 1888—1892.

18. Deutsche	19. Diskonto	20. Dresdener	21. Ital. Mittelm.	22. Lübecker Büchen	23. Große Berliner	24. Hamburg-Amerika	25. Nordd. Lloyd	26. A.-G. Anilin	27. Allgem. Elektr.	28. Berl.-Anh. Masch.	29. Schwartzkopf Masch.	30. Breslau Linke	31. Hofmann	32. Löwe & Co.	33. Schultheiß	34. Deutsche Gasgl.	
3.11	3.99	2.76	2.89	2.20	3.10	3.20	3.04	5.35	12.56	6.92	17.28	5.79	5.77	8.32	4.95		1888
0.47	0.71	0.25	0.37	0.46	0.47	0.11	0.77	0.69	0.23	0.82	3.40	1.25	1.39	1.95	1.72		
2.12	3.85	3.44	1.44	4.24	4.60	3.01	6.67	4.18	8.19	2.62	7.75	3.60	4.14	6.25	6 81		1889
0.62	0.72	0.79	0.53	0.80	0.40	0.30	0.56	0.52	1.50	0.38	0.94	0.72	0.37	1.56	0.30		
3.77	5.00	5.75	1.62	3.80	2.84	3.10	5.93	12.25	6.46	2.85	9.75	4.52	3.03	7.36	3.90		1890
0.52	0.88	0.52	0.62	0.48	0.27	0.59	0.72	0.41	1.79	0.25	1.69	0.62	1.16	1.95	0.75		
2.91	4.52	4.25	2.31	4.08	6.31	4.20	3.81	3.06	4.70	2.12	9.19	3.42	3.46	7.30	5.75		1891
0.54	0.50	0.80	0.38	0.43	0.56	0.45	0.74	0.25	1.75	0.71	0.88	1.05	0.60	0.87	0.37		
3.84	3.14	2.50	1.40	2.55	3.80	4.16	5.74	4.00	3.70	1.88	5.00	3.00	4.25	3.82	5.25		1892
0.81	1.10	0.49	0.54	0.25	0.52	1.05	0.97	0.56	0.78	0.20	1.00	0.56	0.20	0.25	0.48		

Monatsschwankungen 1899—1903.

18.	19.	20.	21.	22.	23.	24.	25.	26.	27.	28.	29.	30.	31.	32.	33.	34.	
5.85	2.12	1.34	2.04	1.62	3.10	2.49	2.85	9.52	5 72	5.70	8.77	5.31	9.00	7.87	3.93	16.40	1899
0.75	0 50	0.29	0.65	0.25	0.47	0.62	0.49	1.00	0.81	1.36	0.52	0.45	0 90	1.87	0.70	0.50	
3.06	3.80	2.51	1.56	3.01	4.60	2.12	2.27	5.50	7.95	6.37	7.25	7.15	5.26	8.37	4.12	56.75	1900
0.70	0.50	0.80	0.31	0.47	0.40	0.65	0.82	0.75	0.75	1.96	1.43	0.39	1.56	2.12	0.41	1.37	
3.22	3.95	3.25	2.40	1.14	2.84	3.12	2.25	4.62	7.62	6.50	7.44	3.97	8.00	7.25	3.08	32.62	1901
0.65	0.79	0.24	0.06	0.47	0.27	0.25	0.25	1.00	1.44	1.25	0.95	0.79	0.31	1.90	0.80	3.75	
4.16	2.37	2.64	0.99	2.07	6.31	1.45	2.02	5.37	4.49	6.64	4 25	7.06	6.44	5.77	2.87	23.00	1902
0.15	0.34	0.25	0.49	0.25	0.56	0.62	0.51	0.85	0.92	0.50	0 81	0.31	0.65	0.95	0.95	2 88	
1.98	2.24	2.22	1.22	2.10	3.80	1.96	2 04	4.75	4.55	5.20	4.65	6.25	7.19	4.25	4.31	5.35	1903
0.28	0.34	0.31	0.52	0 05	0.52	0.51	0.47	0.46	0.56	0.44	1.00	0.51	0.45	1.30	0.40	1.55	

während der Jahre 1888—1892 und 1899—1903.

18.	19.	20.	21.	22.	23.	24.	25.	26.	27.	28.	29.	30.	31.	32.	33.	34.	
1.51	2.31	1.07	0.89	1.41	1.73	1.28	1.57	2.67	3.03	2.00	8.48	2.30	2.60	3.44	2.94	—	1888
1.15	2.23	2.40	0.91	2.06	1.81	1.34	2.56	2.42	3.19	1.49	3.89	1.97	2.19	4.02	2.54	—	1889
1.52	2.42	2.29	1.13	1.75	1.39	1.54	2.41	2.73	3.57	1.37	4.64	2.37	2.21	4.48	1.84	—	1890
1.49	2.18	1.94	1.07	1.33	2.63	2.14	2.16	1.78	2.88	1.24	3.95	1.84	1.53	3.72	2.53	—	1891
1.68	2.11	1.70	1.09	1.30	1.57	2.14	2.03	1.98	2.22	1.14	2.31	1.25	1.79	2.07	2.35	—	1892
1.76	1.15	1.04	1.04	0.93	4.73	1.29	1.17	4.26	3.83	2.89	3.08	2.75	3.23	1.75	1.77	6.12	1899
1.75	1.62	1.56	0.64	1.13	3.12	1.26	1.22	3.06	3.96	3.09	3.70	3.34	3.89	4.73	1.99	3.21	1900
1.45	1.94	1.36	0.61	0.77	34.2	1.23	1.12	2.67	2.96	3.53	2.60	2.30	2.94	3.74	1.30	10.99	1901
1.14	1.25	0.96	0.65	0.77	1.63	1.04	1.14	2.38	2.68	1.92	2.86	2.61	2.49	3.53	1.67	6.17	1902
0.98	1.22	0.99	0.78	0.86	1.22	0.96	1.08	1.95	2.27	2.47	2.56	2.82	2.33	2.27	1.39	2.83	1903

Zahlen-

	7. I. 1888	30. VI. 1888	5. I. 1889	4. V. 1889	1. VII. 1889	4. I. 1890	1. III. 1890	5. VII. 1890	3. I. 1891	4. VII. 1891	2. I. 1892	2. VII. 1892	6. I. 1893
Bismarckhütte	128.—	159.—	179.—	212.—	199.75	233.—	207.—	198.50	172.—	127.—	122.50	127.—	132.50
Bochumer Gußstahl	135.90	162.75	188.30	210.80	205.—	268.10	179.90	170.—	159.25	159.25	104.40	131.50	114.25
Cölner Bergwerk	109.75	118.—	148.—	176.50	171.50	208.25	169.—	148.—	169.—	167.—	135.—	142.25	131 50
Donnersmarck	45.20	62.25	69.90	77.75	72.80	99.80	82.50	85.20	89.60	77.60	72.60	78.50	81.25
Dortmunder	68.90	70.50	97.25	95.40	91.50	—	75.10	93.10	84.90	63.40	57.40	64.—	55.80
Eschweiler	55.50	77.25	104.—	123.25	120.—	173.—	140.25	131.40	139.50	127.—	94.50	87.50	77.—
Gelsenkirchener	118 75	128.25	141.25	156.75	144.50	222.40	176.80	166 25	179.25	153.50	139.—	136.—	134.50
Hagener	80.75	101.10	134.—	133.25	126.75	155.40	138.60	132.16	145.25	126.—	117.50	121.50	123.75
Harpener	76.50	101.—	134.—	165.10	155.75	329.50	206.—	199.60	200.50	182.50	145.75	144.95	109.90
Hibernia	92.25	105.90	137.30	166.70	161.—	249.50	183.—	167.90	197.30	160.25	128.60	116.90	131.50
Laurahütte	91.10	108.40	138.25	138.—	136.50	172.75	147.—	147.80	139.75	116.10	106.50	112.—	92.75
Oberschl. Eisenb.-Bedarf	60.75	90.50	112.50	109.75	103.20	120.10	103.50	96.25	89.50	60.—	54.25	54.50	46.60
Phönix	84.25	94.75	105.75	120.75	127.25	129.90	103.50	106.50	96.—	93.75	84.—	93.—	94.25
Rhein.-Nass. Bergwerk	98.75	116.—	133.50	127.—	120.—	122.50	111.50	104.—	107.50	104.40	90.—	94.50	88.—
Rheinische Stahlwerke	177.75	174.—	173.—	179.10	172.25	202.25	180.—	169.30	163.50	153.—	135.60	144.75	146.50
Westeregeln	159.50	160.—	184.—	186.10	184.50	158.—	149.75	152.50	150.—	149.75	71.25	86.50	113.—
Darmstädter Bank	141.—	151.90	170.50	170.75	161.60	186.50	172.25	157.75	159.25	135.50	124.25	136.10	135.75
Deutsche Bank	164.90	165.—	174.25	174.40	169.—	179.60	170.75	168.10	162.90	150.25	151.90	162.—	157.50
Diskonto Commandit	193.50	213.50	231.80	243.60	226.70	254.25	230.—	221.50	215.25	175.50	175.70	188.75	182.30
Dresdener Bank	123.40	133.90	149.—	159.25	196.75	198.30	155.25	156.—	158.—	137.50	137.—	143.25	141.90
Große Berl. Straßenb.	259.—	264.—	264.25	284.50	270.50	267.—	260.—	262.—	251.—	226.50	219.50	225.—	212.—
Lübeck-Büchener	156.—	168.90	173.50	194.50	189.60	181.25	175.75	168.40	170.50	157.—	148.75	145.—	142.75
Ital. Mittelmeer	118.70	124.70	120.30	122.10	122.—	111.75	108.—	113.10	105.75	101.60	93.45	100.60	100.40
Hamburg-Amerika	—	137.10	—	158.—	152.25	156.10	152.—	139.—	140.75	98.—	102.50	122.—	93.20
Norddeutscher Lloyd	129.70	122.75	157.50	173.90	170.20	193.—	170.—	158.20	144.25	110.40	96.60	106.—	97.75
Akt.-Gesellsch. f. Anilin	141.—	177.60	190.75	216.—	206.50	211.—	190.—	163.—	153.—	143.50	138.—	124.50	144.—
Allgemeine Elektr.	125.60	124.75	187.—	188.—	172.60	224.—	204.—	210.75	170.10	155.10	138.—	137.50	135.10
Berlin-Anhalter	105.75	116.75	128.—	137.—	125.10	123.—	125.—	123.—	132.—	125.—	121.—	126.50	127.—
Schwartzkopf	376.—	386.30	325.10	334.—	303.—	260.—	240.—	205.—	268.50	256.—	233.—	232.25	237.25
Breslau Linke	97.80	130.75	179.25	183.50	172.80	181.90	182.—	163.90	165.90	164.25	153.50	151.75	138.—
Hofmann, Waggonf.	90.—	122.50	171.25	175.—	163.25	179.40	173.10	167.30	162.—	165.50	151.—	143.—	135.50
Löwe & Co.	345.—	336.—	382.—	397.50	369.—	341.50	320.—	302.—	300.—	267.25	227.—	233.—	212.50
Schultheiß	274.75	290.75	278.—	298.50	293.75	268.—	267.50	274.—	275.75	280.—	541.50	250.75	224.—
Deutsche Gasglühlicht	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—

Die Preise von 34 bezw. 35 Werten zu Beginn je eines halben Jahres

tafel 2.

6. I. 1894	3. I. 1898	7. I. 1899	1. VII. 1899	12. VII. 1899	6. I. 1900	14. IV. 1900	7. VII. 1900	5. I. 1901	6. VII. 1901	4. I. 1902	5. VII. 1902	3. I. 1903	4. VII. 1903	2. I. 1904
150.50	211.50	222.50	317.—	334.—	316.25	335.25	257.—	239.—	200.25	200.90	217.50	222.75	224.—	246.25
122.70	204.75	230.90	267.10	268.—	257.75	279.25	196.50	173.25	162.50	179.10	192.—	182.50	171.90	191.75
143.—	248.—	264.—	354.75	352.25	415.—	474.—	394.—	339.—	290.25	310.25	329.75	363.—	369.25	445.—
93.75	159.80	181.50	219.—	229.—	223.—	279.50	218.50	202.—	181.75	186.50	192.—	206.50	211.75	236.—
56.30	98.75	102.80	136.—	135.90	134.40	140.20	94.60	82.—	56.10	46.75	40.50	72.40	77.—	85.—
83.60	218.—	206.—	236.10	241.10	239.—	292.—	224.60	201.25	187.—	189.—	215.—	216.—	222.10	254.—
151.30	184.80	183.20	205.75	203.10	188.70	225 60	185.40	173.50	159.20	168.50	170.75	174.90	183.25	218.75
96.50	127.54	140.—	137.50	137.30	123.75	137.25	97.60	82 50	60.75	58.21	56.75	41.—	—	—
140.50	193.60	177.—	200.25	200.10	200.60	244.40	180.75	170.10	150.—	161.10	170.10	170.—	177.25	206.30
121.60	202.30	187.30	218.90	215 80	211.70	255.80	202.60	182.40	150.90	158.—	172.90	172.30	178.—	211.—
113.50	185.10	216.30	263.60	266.90	252.50	283.20	209.90	192.80	181.—	188.90	200.—	214.75	214.10	238.75
57.30	107.30	115.10	134.10	134.25	126.—	159.75	131.—	120.—	96.90	104.50	115.—	112.25	109.—	128.—
105.50	190.—	178.30	192.—	190.60	183.75	225.40	166.30	149.90	129.—	134.50	130.—	128.50	129.90	153.—
63.50	130.—	188.50	243.25	249.75	210.—	224.—	153.—	135.25	118.25	122.—	135.—	142.60	167.90	246.25
137.50	207.—	221.—	246.80	244.—	223.25	233.40	177.—	159 50	150.—	142.50	148.50	143.—	158.—	181.90
130.25	200.—	203.60	217.70	215.25	211.10	214.—	200.—	209.75	210.25	191.—	196.50	195.—	212.60	235.25
134.—	158.—	154.40	151.90	151.10	143.30	141.—	131.10	130.40	125.50	127.—	137.60	136 50	136.50	145.—
159.90	209.50	205 60	209.—	209.40	205.80	204.40	185.30	197.30	188.70	204.25	209.—	214.—	210 60	223.60
181.10	201.50	197.25	196.90	196.—	190.75	191.25	174.—	176.75	173.30	182.75	185.25	192.—	186.20	195.10
137.10	163.40	162.40	164.—	166.25	161.70	159.10	145.60	145.—	130.—	130.25	145.10	146.90	148.—	156.25
233.25	470.—	328.—	300.—	296.75	223.25	232.75	210.25	212.—	194.50	194.50	203.25	200.—	198.80	206.—
136.50	169.50	178.—	156.—	164.90	160.50	153.50	143.60	139.10	136.—	137.40	139.40	151.75	165.25	164.50
82.75	97.25	101.40	110.25	104.75	99.—	100.50	96.50	99 25	100.75	91.90	86.75	88.10	96.60	90.30
104.60	112.50	124.—	127.40	127.70	127.80	131.25	118.50	131.50	119.50	109.30	106.—	99.50	101.75	110.50
118.40	115.70	115.—	121.60	122.—	122.—	133.—	108.75	118.50	114.25	106.—	107.—	96.90	99.30	104.50
170.—	248.—	265.50	296.75	292.50	265.—	255.—	234.—	215.75	217.—	228.60	236.75	238.—	262.—	275.25
139.10	280.25	281.50	267.—	269.—	253.—	254.50	224.—	203.—	176.—	182.75	179.—	182.30	177.25	220.25
122.—	197.50	221.—	244.—	235.—	220.—	234.—	197.—	185.25	165.25	180 —	185.50	174.—	193.—	212.25
226.50	266.—	237.50	232.30	230.25	228.60	247.—	208.—	200.—	173.—	181.75	183.25	201.—	224.80	226.25
146.—	246.—	281.80	290.50	289.50	276.50	274.50	248.—	222.—	205.—	164.25	165.—	165.—	158.75	199.—
131.90	328.—	257.—	279.—	269.—	257.50	287.—	256.—	240.—	195.—	169.25	202.50	196.75	203.50	226.—
251.—	450.—	449.50	433.—	429.50	384.—	376.—	363.50	221.—	284.—	254.—	241.—	240.—	246.—	269.—
230.10	280.75	267.60	271.50	272.—	252.—	259.50	230.—	221.—	217.—	215.80	238.30	226.—	238.—	251.—
—	695.—	449.—	395.—	365.—	316.—	319.50	285.—	501.—	281.—	355.—	285.—	228.—	176.—	253.—

während der Jahre 1888—1894 und 1898—1904 (Sonnabendkurse).

Zahlentafel 3.

Verteilte Dividenden.

(Bergwerks- und Hüttenwerte.)

	1888	1889	1890	1891	1892	1893	1894	1895	1896	1897	1898	1899	1900	1901	1902	1903	1904	1905
Bismarckhütte	10	14	18	8	8	8	8	9	15	15	15	19	24	12	10	11	16	20
Bochumer Gußstahl	9	12.5	10	6.5	6.5	3.5	4.5	5	7	12.5	15	16 2/3	16 2/3	13 1/3	7	7	10	12
Donnersmarckhütte	3	4	8	6	6	6	6	8	9	10	12	15	16	14	14	14	14	14
Dortmunder Union	4	2	1	1	0	0	0	5	5	5	6	7	0	0	2	2	{2 {5	2 5
Eschweiler Bergwerk	4	6.5	11.5	12	6	4	3	8	9	14	15	15	20	20	16	14	14	14
Gelsenkirchener Bergw.	6	7	12	12	9	6	6	7	7.5	9	10	10	13	12	10	11	10	11
Harpener Bergbau	2.5	6	15	20	10	5	3	5	6	8	9	10	11	12	10	10	11	9
Hibernia	4.5	7.5	8.5	19	12	5.5	4	5.5	7.5	9.5	12	12	12	15	13	10	11	11
Cölner Bergwerk	4	6	7	20	20	10	5	6	9	12	16	20	30	33 1/3	30	25	27.5	25
Konkordia	—	—	14	10	5.5	4	5.5	7.5	13	19	19	21	29	25	18	18	10	12
Konsolidation	—	5.5	21	20	12	8	8	12	15	18	22	25	30	27	27	28	26	23
Kattowitzer	—	10	10	8	8	8	8	8	10	12	12	14	14	12	11	10	11	11
Nordstern	1 1/3	3	6	2.5	0	0	4	7	10	10	14	16	20	20	16	16	14	15
Oberschl. Eisenb.-Bedarf	5.5	6	5	2	0.5	2.5	3	0.5	5	6.5	7	9	9	3	2.5	5	7	7
Phönix	6	7	10	10	10	8	10	10	10	13	11	11	15	4	0	8	8	10
Rhein-Nassau	7	5.5	7.5	6.5	0	0	0	1	5	7.5	12.5	15	10	3	5	18	22	24
Rheinische Stahlwerke	9	11	13 1/3	11	10	8	10	10	11	15	15	16	16	10	5	8	9	9
Rombacher	—	—	0	0	0	5	6	7	8	12	13	15	20	10	5	8	8	12
Schlesische Zinkhütten	9	13	18	18	15	14	12	9	11	15	18	21	22	16	17	17	19	21
Westeregeln	12	10	11	0	0	6	10	10	12	13	15	17	17	17	17	17	15	15

Zahlentafel 3.

Verteilte Dividenden.

(Banken, gewerbliche und Beförderungs-Unternehmen.)

	1888	1889	1890	1891	1892	1893	1894	1895	1896	1897	1898	1899	1900	1901	1902	1903	1904	1905
Darmstädter Bank	9	10.5	9	5.25	5.25	5.25	7	8.25	8	8	8	7	6	4	6	6	7	8
Deutsche Bank	9	10	10	9	8	8	9	10	10	10	10.5	11	11	11	11	11	12	12
Diskonto Bank	12	14	11	8	6	6	8	10	10	10	10	10	9	8	8.5	8.5	8.5	9
Dresdener Bank	9	11	10	7	7	5.5	8	8	8	9	9	9	8	4	6	7	7.5	8.5
Akt.-Ges. f. Anilinfabr.	15	12.5	10	6	9	10	12.5	12.5	12.5	12.5	15	15	15	15	16	16	22	22
Allgemeine Elektr.	7	9	10	9	7.5	8.25	9	11	13	15	15	15	15	12	8	8	9	10
Berlin-Anhalt	7.5	7.5	11	11	10	7.5	7	6	8	12	13.5	15	16	14	10	12	12	12
Schwartzkopf	35	12.5	14	16	18	15	12.5	$13^1/_3$	12	10.5	12.5	14	13	10	10	10	10	10.5
Breslau Linke	9	12	14	$13^1/_3$	10	$7^1/_3$	$8^1/_3$	10	14	15	16	16	14.5	8	6.25	8.5	12.5	16
Hofmann Wagg.	9	12	14	$13^1/_2$	10	5	6	9	11	15	18	22.5	18	$13^1/_3$	12	12	18	21
Löwe & Co.	15	18	18	18	18	18	20	20	24	24	24	24	24	12	10	10	10	12
Schultheiß Brauerei	15	15	16	16	16	15	12	14	16	16	15	14	14	14	14	15	16	18
Deutsche Gasglühlicht	—	—	—	65	130	130	100	80	60	28	33	28	33	28	7	9	12	20
Große Berl. Straßenbahn	12.25	12.5	12.5	12.5	12.5	12 5	12.5	12.5	15	16	18	10.5	11	7.5	7.5	8	7.5	7.75
Lübeck-Büchener	7.5	7.75	7.5	6.75	6	6	6	6.25	6.75	7.25	7.25	6.75	6.25	6	6.25	6.5	7	7.5
Hamburg-Amerika	8.5	11	8	5	0	0	0	5	8	6	8	8	10	6	4.5	6	9	11
Norddeutscher Lloyd	12	11.25	7	0	1.5	3	0	0	4	5	7	7.5	8.5	6	0	6	2	7.5
Ital. Mittelmeer	5.80	5.5	5.80	5.20	5.5	5.4	5	5	5	5	5	5	5	4	3	3	3.2	3

Zahlentafel 4.

Rentabilität der Gesellschaftsgruppen[1]).

1880.

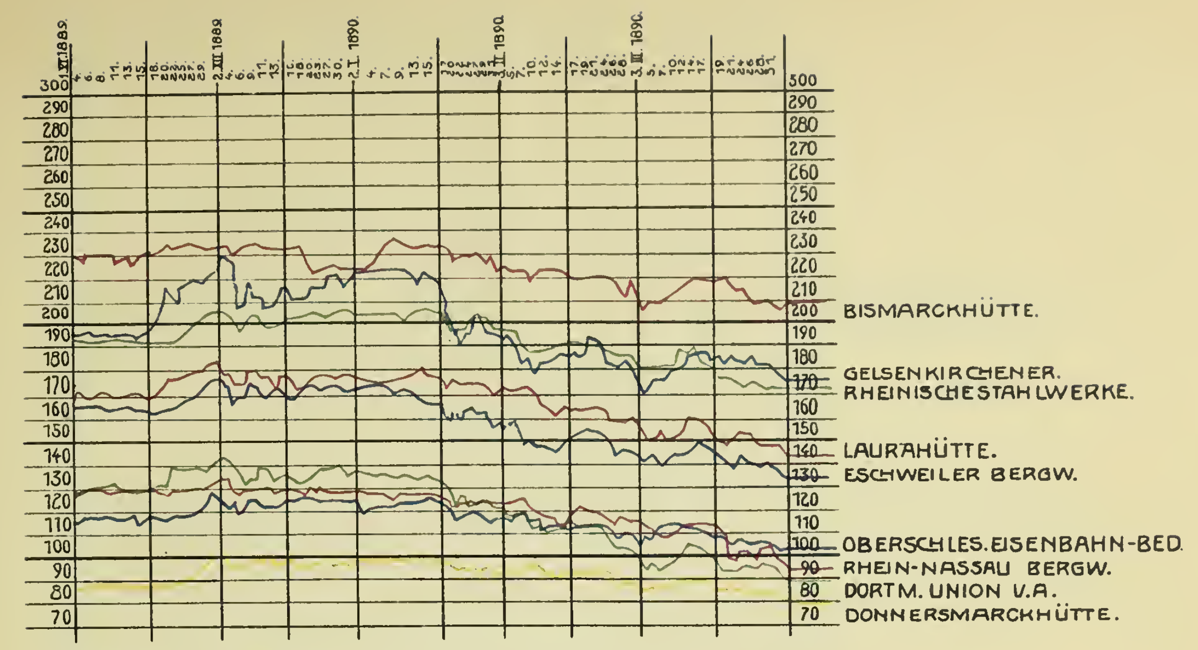
Gesellschaftsgruppen	Zahl der Gesellsch.	Aktien-kapital in Mill. Mk.	Reingewinn		Verlust		Dividende	
			Mill. Mk.	v. H.	Mill. Mk.	v. H.	Mill. Mk.	v. H.
Kohlenwerke	25	127.40	5.79	4.5	0.31	0.2	3.87	3.0
Eisenindustrie	41	297.78	13.77	5.5	3.68	1.5	8.71	2.9
Maschinenindustrie	28	72.04	2.89	4.0	2.32	3.2	2.17	2.3
Chemische Industrie	11	25.64	2.77	10.8	0.30	1.2	1.45	5.7
Elektrizitätsindustrie	—	—	—	—	—	—	—	—
Brauereien	19	39.82	2.22	5.6	0.79	2.0	1.54	3.9
Bau- und Terrain-Ges.	23	106.57	0.45	0.4	2.45	2.3	0.40	0.4
Banken	98	1100.02	97.71	8.9	—	—	76.88	7.0
Lebensversicherungen	19	51.48	4 92	9.6	—	—	3.07	6.0
Feuerversicherungen	27	37.24	4.87	13.1	—	—	3.86	10.4
Metallindustrie	5	6.41	0.14	2.2	—	—	0.11	2.0
1890.								
Kohlenwerke	29	214.86	38.35	17.9	—	—	29.69	13.8
Eisenindustrie	48	385.02	35.03	9.1	—	—	27.59	7.2
Maschinenindustrie	35	95.54	11.85	12.4	—	—	8.60	9.1
Chemische Industrie	15	87.17	15.25	17.5	—	—	11.37	13.0
Elektrizitätsindustrie	3	23.50	2.77	11.8	0.30	1.3	1.9	8.1
Brauereien	37	79.96	6.94	8.7	0.20	0.3	5.56	7.0
Bau- und Terrain-Ges.	31	118.47	6.26	5.3	0.16	0.2	3.50	3.0
Banken	136	1621.60	179.31	11.1	—	—	122.95	7.6
Lebensversicherungen	21	24 02	11.31	45.4	—	—	3.91	15.7
Feuerversicherungen	30	41.19	13 45	32.9	—	—	8.76	21.3
Metallindustrie	16	20.42	2.33	11.4	0.18	0.9	1.73	8.5
1900.								
Kohlenwerke	34	346.28	61.89	16.9	0.44	0.1	50.63	14.6
Eisenindustrie	59	521.70	72.56	13.9	1.50	0.3	57.23	11.0
Maschinenindustrie	71	213.25	27.66	13.0	0.13	0.1	23.38	11.0
Chemische Industrie	23	155.44	22.44	14.4	—	—	17.31	11.1
Elektrizitätsindustrie	22	396.70	44.65	11.3	—	—	34.30	8.6
Brauereien	66	156.40	18.22	11.7	0.68	0.4	15.25	9.8
Bau- und Terrain-Ges.	33	110.42	6.24	5.7	1.30	1.2	4.66	4.2
Banken	165	2761.80	252.33	9.1	—	—	206.36	7.5
Lebensversicherungen	26	32.29	33.73	104.6	—	—	4.19	13.0
Feuerversicherungen	29	41.38	9.89	23.9	—	—	8.00	19.3
Metallindustrie	53	198.97	20.03	10.1	0.41	0.2	15.52	7.3

1) Nach E. Wagon, Die finanzielle Entwickelung der deutschen Aktien-Gesellschaften.

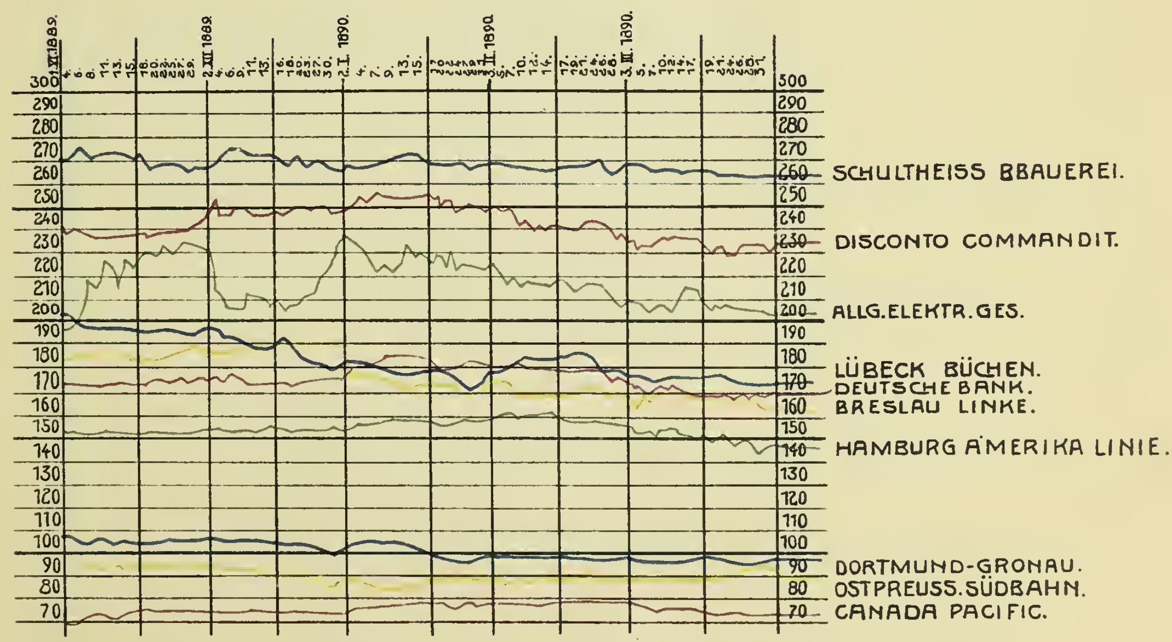
Zahlentafel 5.

	1. Bochumer Gußstahl	2. Dortm. Union	3. Gelsen-kirchen	4. Hibernia	5. Harpener Bergbau	6. Laura-hütte	Phönix	Rhein. Stahlwerk	Eschweiler	Donners-marck	Hagener Guß	Kölner Bergwerk	Bismarck-hütte	Oberschlss. Eisenbahnbedarf	Rhein-Nass. Bergwerk	Westeregeln	Allgemeine Elektr.	Schwartz-kopf	Breslau Linke	Hoffmann	Löwe & Co.	Berl.-Anhalt. Masch.	A.-G. für Ani-lin-Industr.	Schultheiß	Dtsch. Gas-glühl.-A.-G.
1889	99.90	60.90	88.25	108.30	98.10	53.50	32.10	34.40	18.70	30.50	37.75	75.—	56.—	27.85	27.25	38.80	66.75	88.25	21.35	26.25	64.25	18.—	38.75	35.25	—
1890	127.75	57.50	68.90	91.—	48.75	35.50	35.90	51.—	52.50	24.15	33.90	70.—	74.—	34.35	36.60	14.85	64.90	88.—	23.—	22.75	62.50	14.65	56.75	17.—	—
1891	52.—	33.90	48.85	78.50	59.35	40.80	12.80	37.50	60.30	18.20	43.50	19.50	55.—	42.—	16.75	99.—	53.—	72.—	20.50	17.—	75.—	19.40	38.50	61.50	—
1892	38.50	21.25	27.35	31.30	35.90	32.85	15.95	31.65	25.50	13.80	24.—	20.—	30.—	19.76	24.30	46.—	13.—	35.50	19.70	36.—	20.60	13.50	37.—	37.10	—
1893	30.—	22.75	39.45	27.—	28.10	25.75	15.05	30.25	19.50	15 05	19.75	14.—	29.—	14.80	36.70	30.75	20 25	45.50	21 70	19.50	54.60	14.50	40.50	19.50	53.—
1899	58.—	—	30.70	40.90	45.—	61.90	43.90	49.75	53.75	53.50	38.10	172.—	133.—	27.75	106.—	25.40	62.—	35.30	40.—	34.—	76.—	40.75	63.—	31.—	144.—
1900	118.40	—	52.90	75.40	77.80	98.—	114.85	87.—	95.—	72.75	70.25	176.50	115.—	43.—	101.—	29.10	72.05	57.75	73.50	41.60	71.—	55.50	46.50	46.50	272.—
1901	46.70	—	33.25	42.60	36.80	43.40	59.70	51.75	55.50	30.75	49.10	81.25	90.—	39.85	24.75	44.—	43.25	46.40	66.—	84.75	100.50	43.50	34.50	25.50	229.—
1902	40.90	—	17.30	22.40	23.25	24.55	34.50	29.—	43.25	25.60	51.—	67.—	45.—	29.90	27.05	24.—	37.70	30.—	41.75	44.—	55.—	19.50	31.—	29.—	182.—
1903	24.20	9.15	51.80	47.30	37.90	30.50	36.—	41.80	50.10	42.75	25.90	114.50	37.50	26.25	120.40	57.—	51.50	40.25	55.—	45.50	41.—	52.—	53.—	26.25	119.—

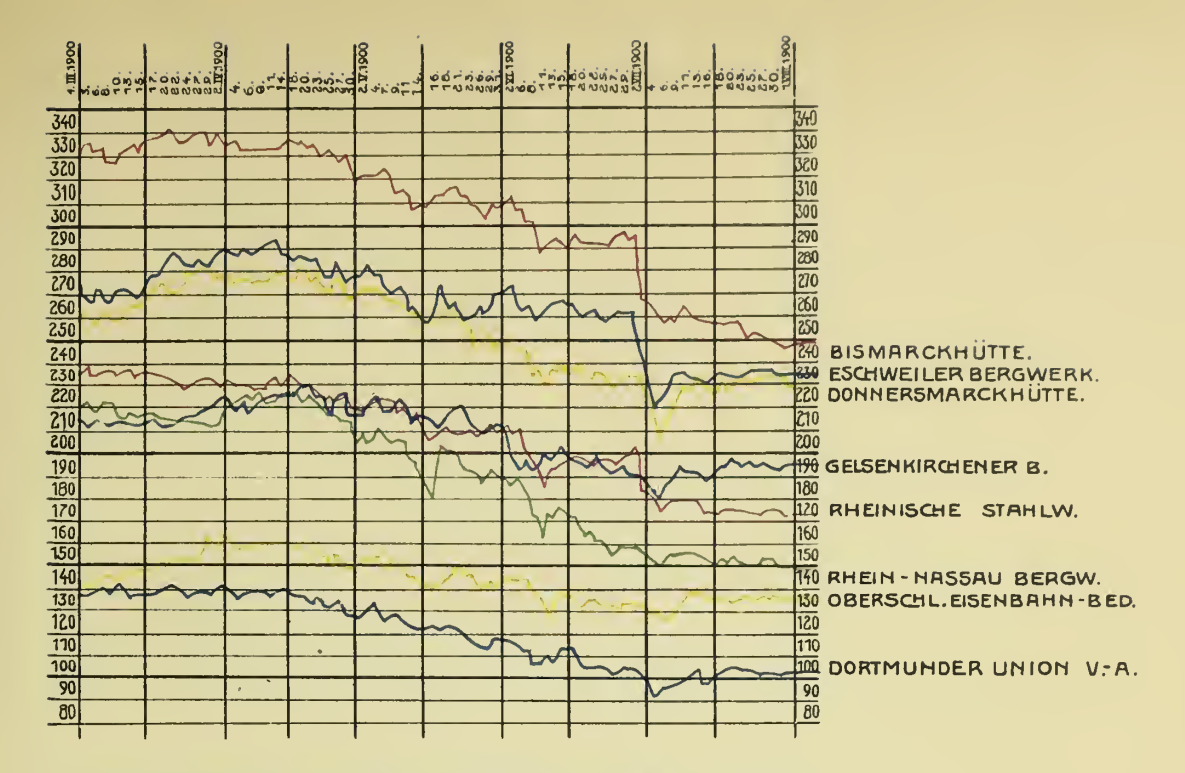
Spalte 1—6 im Zeithandel.



PREISSCHWANKUNGEN AN DER BERLINER BÖRSE [1.XI.1889-31.III.1890]



PREISSCHWANKUNGEN AN DER BERLINER BÖRSE [1.XI.1889-31.III.1890]



PREISSCHWANKUNGEN AN DER BERLINER BÖRSE [1.III.1900-1.VII. 1900]

DEUTSCHE GASGLÜHLICHT.
BRESLAU-LINKE.
ALLGEM. ELEKTR. GES.
SCHULTHEISS-BR.
GROSSE BERL. STRASSENB.
DISCONTO COMMANDIT.
DORTMUND-GRONAU.
HAMBURG AMERIKA LINIE.
CANADA PACIFIC.

PREISSCHWANKUNGEN AN DER BERLINER BÖRSE [1.III.1900-1.VII. 1900]

BISMARCKHÜTTE.
DONNERSMARCKHÜTTE.
RHEIN-NASSAU BERGWERK.
ESCHWEILER BERGWERK.
GELSENKIRCHENER BERGW.
RHEINISCHE STAHLWERKE.
DEUTSCH LUXEMBURGER.
OBERSCHL: EISENBAHN-BEDARF.
DORTMUNDER UNION

PREISSCHWANKUNGEN EINIGER AKTIENWERTE IN BERLIN [1.VIII.1906-31.VIII.1907.]

SCHULTHEISS-BRAUEREI.
DEUTSCHE GASGLÜHLICHT.
BRESLAU-LINKE
ALLG. ELEKTRICITÄTS-GES.
GROSSE BERLINER STR.-BAHN.
CANADA-PACIFIC.
DISCONTO-COMMANDIT.
HAMBURG-AMERIKA-LINIE.
BALTIMORE.

PREISSCHWANKUNGEN EINIGER AKTIENWERTE IN BERLIN [1.VIII.1906-31.VIII.1907.]


UNIVERSITY OF ILLINOIS-URBANA
3 0112 057568468